21世纪工商管理百科全书
金融投资卷

21 SHIJI GONGSHANG GUANLI BAIKE QUANSHU
JINRONG TOUZIJUAN

法 律 · 经 济 大 全
青苹果电子图书系列

21 世纪工商管理百科全书

金 融 投 资 卷

目　　录

第一篇　股票投资

第二篇　债券投资

第三篇　融资租赁

第四篇　信托投资

第五篇　期货交易

第六篇　期权交易

第一篇　股票投资

第　一　篇

第一章　股票的发行与交易

一、股票及其性质和特征

1. 股票的概念

股票是一种有价证券，它是股份有限公司发给股东用以证明股东所持股份，并据此获得股息和红利的一种凭证。股份公司的股票持有人是公司的股东，股东投入的认购资本是股本。对股份公司来说股票是筹资工具，而对资金所有者来说股票是一种投资工具。

股票作为一种凭证，它的制作必须依法进行。股票的正面应载明下列主要事项：

（1）公司名称。

（2）公司登记成立的日期。

（3）股票种类、票面金额及代表的股份数。

（4）股票发行日期和股票的编号。

（5）其他。

股票背面印有一张表格，表格内有些栏目可供转让股票时签名、盖章、注明有关事项等。

此外，在股票的背面还有发行公司的若干说明等。

2. 股票的性质

股票具有以下几个基本性质：

（1）股票是证权证券。证权证券，是指证券所代表的权利原已存在，证券只是起一种权利证书的作用。股票的发行是以股份的存在为前提的，它的作用是证明股东的权利，而不是创造股东的权利，即使股票发生遗失、损毁等，股票所代表的权利也并不因此消失，股东可依法定程序要求股份公司补发新股票。

（2）股票是要式证券。股票应记载一定事项，内容应真实、全面，其制作和发行必须经证券管理机关的审核和批准，任何个人或团体，不得擅自印制发行股票。

（3）股票是一种权益证券。股票的持有人即股东享有多种权利，包括参加股东大会、投票表决，获取股息红利，参加公司剩余财产分配等。

（4）股票是有价证券。它与其所代表的股东权利密不可分。在其流通转让上，转让股票即是转移股东权利，不能只转让股票而保留股东权利。

3. 股票的特征

股票主要有以下四个特征：

（1）变现性。股票可以随时流通转让，通过市场交易变现，这样转让股票者脱离股东地位，而购买者成为新股东。股票的变现性，既保持了投资灵活性，吸引投资，又维护了公司资本的完整性。

（2）风险性。股票具有不返还性，投资者购买股票后便不能要求退股收回本金。股票投资者的收益一方面来源于股份公司分派的股息红利，其多少完全取决于公司的盈利状况，如果公司亏损还要承担责任；另一方面则来源于股票市场的交易价差，而股票价格是千变万化的，因此，股票具有很大的风险性。

（3）价格与票面价值的不一致性。股票既然可以流通转让，那它就同商品一样具有价格。股票价格除受公司经营状况影响外，还受政治、经济等许多因素影响。因此，股票价格处在不断的变化中，常背离其票面价值，这也正为投机者提供了活动条件。

（4）虚拟资本性。股票是虚拟资本，本身没有价值。股票具有两重性：一方面股票所代表的真实资本在股份公司中运动着；另一方面股票从真实资本中分离出来成为虚拟资本进行流通。

二、股票的种类

1. 普通股和优先股

这是按照股东承担的风险和享有权益的大小而进行的股票种类划分。

普通股是股息随公司盈利变动的股票，是股份有限公司最先发行的基本股份。普通股股东在公司中享有表决权，可以对公司经营管理的重大问题进行表决，但其股息必须在支付了公司债息和优先股股息后才能分配，具有不确定性。在公司因破产或停业进行清算时，普通股股东只能就公司清偿债务、优先股本息后的剩余资产进行分配。

优先股与普通股相对，可以在普通股之前优先得到股息，但其股息往往是固定的。当公司因破产或

停业而清算时,优先股可按票面价值比普通股优先分配公司的剩余资产。但是优先股股东不享有投票表决权,不能参与公司的经营决策;同时,由于其股息率事先确定,优先股股东无法享受公司利润增加带来的收益。

优先股本身又有着复杂的形式,具体可划分为:①累积优先股与非累积优先股。②参加优先股与非参加优先股。③可转换优先股与不可转换优先股等,目前鉴于广大投资者在市场中还不需要这方面的知识,这里不再多用篇幅。

2. 记名股票与无记名股票

这是按照股票有无记名为标准进行划分的。记名股票是股票上载有股东姓名,并记入公司股东名册上的股票。记名股票若转让,需将受让人姓名及住所记载于股票票面和公司股东名册上,否则转让无效。

无记名股票是不需要记载股东姓名的股票,凡持有此种股票者,即为公司股东。这种股票仅凭所附息票取股息,可自由转让。目前,中国发行的股票是记名式普通股票。

3. 面值股票与无面值股票

这是以股票有无票面金额而划分的。面值股票,是指股票票面上记载有每股金额的股票,票面额为公司资本的基本单位。目前,中国发行的股票都是有面值股票。

无面值股票又称比例股,其票面上不注明金额,而仅说明占公司总资产的一定比例。由于公司资产不断变动,股票的实际价值也随之变动。

4. 国家股、法人股和个人股

这是以股票的持有主体为标准进行的划分。

国家股,是指国家投资或国有资产经过评估并经国有资产管理部门确认的国有资产折成的股份,国家股的股权所有者是国家。中国国家股的构成,主要包括三个部分:①国有企业由国家计划投资所形成的固定资产,国拨流动资金和各项专用拨款。②各级政府的财政部门,经济主管部门对企业投资所形成的股份。③原有行政性公司的资金所形成的企业固定资产。

法人股,是指企业法人以其依法可支配的资产向股份公司投资所形成的股票,或者具有法人资格的事业单位或社会团体以国家允许用于经营的资产向股份公司投资所形成的股票,前者称为企业法人股,后者称为非企业法人股。

个人股,是指公民个人以其合法财产向股份公司投资所形成的股票,一般为记名有面值普通股。中国法律规定,一个自然人所持股份不能超过公司发行在外的普通股的5‰。

此外,还有外资股,又称B股,是外国和港澳台地区投资者以购买人民币特种股票的形式向股份公司投资形成的股份。它以人民币标明股票面额,以美元或港币认购和交易。

5. 其他分类

以上是几种股票的分类方法,此外还有一种针对普通股,以发行公司的业绩和态势、股票的收益和风险为依据的分类方法,如蓝筹股、成长股、周期股、防守性股及投机性股等。

三、股票的发行

股票的发行是股票市场运行的开始,也是投资者进入股票市场前应了解的一个重要内容。

1. 股票发行的条件

股票直接关系着公众利益,为了保障投资人的利益,世界各国对股份公司发行股票都是有限制的,只有当公司符合一定条件时,才允许发行股票,如中国1993年发布的《股票发行与交易管理暂行条例》中就对此进行了规定:

(1)申请发行股票的公司须是采用募集设立方式设立的股份有限公司。

(2)公司的生产经营符合国家的产业政策,现阶段主要指能源、交通、通讯等国家急需发展的产业。

(3)发行的普通股仅限一种,同股同权。

(4)发起人认购的股本数额不少于公司拟发行的股本总额的35%,票面金额不少于人民币3000万元,国家另有规定除外。

(5)向社会公众发行的部分不少于公司拟发行股本总额的25%,其中公司职工认购的股本数额不得超过拟向社会公众发行的股本总额的10%。

(6)发起人在近3年内没有重大违法行为。

(7)国务院证券委员会规定的其他条件。

2. 股票发行的程序

中国每年公开发行股票的规模是由证券委与计委联合确定的,然后按照各省市的需要和要求分配下去,各省市按照国家产业政策的规定,充分体现择优扶持和限制过热部门发展的原则,选择适合的企业作为股份制改革的重点,批准这些企业公开发行一定规模的股票。目前,中国股票发行方式大致分为两种:内部发行与公开发行;直接发行与委托发行。下面就以与投资者联系紧密的公开委托发行方式为

例说明股票发行的程序：

（1）企业申请发行股票应准备好下列文件：①企业营业执照副本。②企业章程。③招股章程。④可行性分析报告。⑤经会计师事务所签证的最近3年和上一季度的财务报表。⑥发起人认购全部股份35%以上的验资证明。

（2）填写证监会发给的“股票发行申报书”，包括两个部分：①发行说明书。②企业的详细报表和统计资料。

（3）向证券商提出办理委托发行股票的申请，并签订委托合同，对委托事项、各自的权利与义务及经济责任作出明确规定。

（4）印制认购书和股款临时收据，公告认股办法和收款的日期、地点。

（5）缴款、收款结束后，筹备召开股东大会，选举董事、监事；召开董事会选举董事长、副董事长及常务董事。同时，进行股票设计，并将法人代表签章列入股票。

（6）股票经证监会审定盖章后交印刷厂印制，印好后由企业盖齐公章和法人代表私章后，再公告临时收据换取正式股票。

3．股票发行价格

股票发行价格，是指股份有限公司在募集公司股份资本或增资发行新股时，公开将股票出售中给投资者所采用的价格。根据发行价格与股票面值的关系，股票发行价格可分为以下几种：

（1）平价发行，即股票的发行价格与股票面额相等，又称等价发行。这种价格一般适用于公司股票的首次发行，其不足之处是公司得不到溢价的好处。

（2）市价发行，即股票的发行价格以股票市场的即时价格水平为基准加以确定。这种价格能够使公司获得相当一部分溢价增资收益，目前已成为中国新股发行的一种主要定价方式。

（3）中间价发行，是指股票的发行价格在股票的面值和市场价格之间确定，通常使用于公司的面向原股东的增资配股。

（4）折价发行，是指股票发行公司与股票承销商之间经过协议，将股票按面额打折扣后发行，其折扣率高低取决于公司的业绩和承销商的能力及市场状况。目前，中国不允许这种定价方式。

4．股票的发售方式

目前，中国股份制企业发行股票的方式是将股票委托一家或几家股票承销机构代理发行或承购包销，具体发售方式分为以下三种：

（1）助销，是指筹资人与承销商签订合同，约定如不能将股票全部售出，剩余部分由承销商买进，以保证发行总额的完成。在这种方式下，承销商承担了部分发行风险，但收取的手续费较多，发行公司虽需付出较高的费用，但风险小，筹资金额有保证。这种方式在中国运用较多。

（2）代销，是指股票发行公司自己承担股票发行风险，只是将股票公开发行委托承销商办理，承销商只是作为代理机构，并承诺尽可能多地以委托价格销售股票。到约定时，承销商将所收资金和剩余股票全部交还股票发行公司。在这种方式中，承销商不承担任何风险，但所收取的手续费比助销方式低。

（3）包销，是指承销商先以自己的名义买下全部拟发行的股票，再于适当的时候将所购股票全部转售给公众。承销商一般以略低的价格从发行者手中买进股票，然后再以较高的价格向投资者售出，二者之间的价差构成承销商的收入，减去发行费用后即为包销利益。股票发行公司可以及时得到资金，不承担风险，但也无法获得可能出现的溢价收益。

5．投资者认购股票的方式

中国由于对股票发行的规模控制和不成熟股市的强投机，使得投资原始新股的风险几乎为零，“买新必赚”的新股神话经久不衰，认购新股成为投资者趋之若鹜的一件事情。在新股认购方式上也经历了几番发展变化，主要有以下几种方式：

（1）无限量发行申请表，公开摇号抽签，中签者按规定认购一定数量的股份。

（2）与银行储蓄存款挂钩，存入一定金额可得一存单，然后对存单号码进行摇号抽签，中签者可认购一定数量的股票。

（3）全额预缴款，比例配售，余款即退或转存。

（4）上网竞价发行。

（5）上网定价发行，按比例配售或摇号抽签。

四、股票的交易

1．股票交易市场

股票交易市场，又称流通市场、二级市场，是指进行股票交易的场所。由于股票交易市场的存在，使股票持有者可随时出售其持有的股票，获得货币资金；拥有资金的人可随时购入股票，充分利用其货币资金。

股票交易市场和发行市场共同构成股票市场，它们是相辅相成、相互依存的有机整体。发行市场是交易市场的前提，没有发行市场就不可能有交易市

场；同时，交易市场是发行市场的重要保证，没有交易市场，人们就不能灵活地运用自己的资金，人们就不会愿意持有股票，最终阻碍股票的发行。因此，健全的交易市场是发行市场得以发展的保证。

2. 股票的上市

股票的上市，是指股票发行公司在股票发行后，申请将股票在证券交易所公开挂牌买卖。

（1）上市的条件。为了保护投资者利益，证券管理机关和交易所对申请上市的股票要进行严格审查，申请上市的股票只有符合规定的条件，才能被批准在交易所挂牌交易。具体条件是：①股票经国务院证券管理部门批准已向社会公开发行。②公司股本总额不少于人民币5000万元。③开业时间在3年以上，最近3年连续盈利。④持有股票面值达人民币1000元以上的股东人数不少于1000人，向社会公开发行的股份达公司股份总数为25%以上；公司股本总额超过人民币4亿元的，其向社会公开发行股份的比例为15%以上。⑤公司在最近三年内无重大违法行为，财务会计报告无虚假记载。⑥国务院规定的其他条件。

（2）上市股票的暂停上市和终止上市。已上市的股票并非一劳永逸，证券管理机关和证券交易所还要进行定期复查，当上市公司有下列情况之一时，将暂停其股票上市：①公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件。②公司不按规定公开其财务状况，或者对财务会计报告作虚假记载。③公司有重大违法行为。④公司最近3年连续亏损。

上市公司有上面所列②③项情形之一经查实后果严重的，或者①④项情形之一，在限期内未消除，不具备上市条件的，将终止其股票上市。

3. 股票交易的成交原则

股票交易的成交，是指卖方同意卖出股票，买方同意买入股票。它是股票交易的核心步骤。股票交易的成交是以竞争原则进行的，成交竞争原则的核心是价格优先、时间优先和数量优先，这即是股票交易的成交原则。

（1）价格优先，是指买进时较高价格的申报优先满足，卖出时较低价格的申报优先满足。

（2）时间优先，是指当存在多个价格相同的申报时，申报时间在前者优先。

（3）数量优先，是指在交易申报价格相同而且申报时间相同的情况下，申报交易数量较大者优先于申报交易数量较小者。

4. 股票交易的竞价方式

在证券交易所交易中，申报买进价和卖出价是成交的中心环节。传统的竞价方式有口头唱报和板牌报价两种，现代社会主要以电脑竞价进行撮合配对。目前，中国上海和深圳两家证券交易所均采用的是电脑撮合竞价。电脑撮合竞价分为集合竞价和连续竞价两种方式。

（1）集合竞价，是指在某一规定的时间内，由投资者自由进行买卖申报后，由电脑交易系统按照“三优先”原则进行排序，并在此基础上寻找一个基准价格，它同时满足三个条件：①成交量最大。②高于基准价格的买入申报和低于基准价格的卖出申报全部满足。③与基准价格相同的买卖双方中有一方申报全部满足。这个基准价格被确定为成交价格，市场上每天的开盘价就是采用集合竞价方式产生的。

（2）连续竞价，是指对申报的每笔买卖委托，由电脑交易系统按照“三优先”原则进行排序，然后按照下面两种情况分别产生不同的成交价格：①买入申报价格≥市场即时揭示的最低卖出申报价格时，成交价格为即时揭示的最低卖出申报价格。②卖出申报价格≤市场即时揭示的最高买入申报价格时，成交价格为即时揭示的最高买入申报价格。

5. 股票交易的单位和时间

证券交易所对场内股票交易有具体的规模要求，一般把买卖股票的最低成交数量叫做交易单位，只有达到交易单位或其整数倍才能进行交易。上海和深圳两个证券交易所均以100股为一个交易单位，简称为“一手”。

交易时间，是指证券交易所开市进行股票买卖的营业时间。上海和深圳两个证券所对开市时间的规定是：每周一至周五开市，每日分前市、后市两部分，前市为9:00—11:30，其中9:00—9:25为集合竞价时间，后市为下午1:00—3:00。法定节假日不开市。

6. 股票交易的费用

股票交易本身也是有成本的，又称股票交易的费用，一般由四部分构成：

（1）异地费，是指异地买卖股票须缴纳的长途专线费用，一般规定为5元。

（2）佣金，是指证券商和证券交易所在交易过程中提供各种劳务而收的手续费，按照股票成交金额的3.5‰缴纳。

（3）印花税，是指在股票成交完成后，按成交金额的3‰缴纳，此项费用由证券交易所代征收后上缴国库。目前，基金交易按国家政策不征收印花税。

(4)过户费,是指投资者在交易中办理股票过户手续应缴纳的费用,按成交股票票面金额的1‰缴纳。

五、进行股票交易的具体程序

1. 证券帐户和资金帐户的开立

(1)证券帐户,是指投资者为买卖证券交易所证券而在证券登记公司开立的户头。这个帐户的正面标名是证券帐户或股票帐户,按投资者的不同分为个人和法人帐户两种,如上海证券交易所个人与法人帐户分别以“A”“B”打头字样进行区别。

要开立证券帐户的投资者需要到当地证券登记公司办理,首先持个人身份证填写“证券投资人登记表”,按要求填好后连同手续费一并交回,经核实无误后,证券登记公司便予以开户,投资者到次日营业时间即可取卡。

(2)资金帐户,是指投资者为进行证券交易在证券商处开立的存有一定数额资金的专用帐户,它是投资者与证券商进行资金清算往来的工具和凭证。

投资者在开立证券帐户后,只是完成了第一道程序,要进行交易,就必须找到一家证券商,即通常所说的证券营业部,开立上面所讲的资金帐户,其实际意义就是投资者与证券商之间签订了委托买卖股票的合同,这之后投资者即可开始进行股票交易。

2. 股票的委托买卖

帐户开立后,投资者即可委托证券商买卖股票。股票的委托买卖就是指投资者在证券商的营业柜台委托证券商代为执行的交易。

(1)中国股票交易的委托方式。

①当面委托,是指投资者当面以填写委托单的方式委托证券商的营业人员代为买卖股票的委托方式。

②磁卡委托,是一种自助委托方式,投资者利用手中的磁卡在证券商交易厅内的磁卡交易机上完成买卖股票,它较之当面委托更为简捷和便利。

③电话委托,是指投资者用电话通知证券商买卖股票,其特点是安全、方便、快捷、保密,适用于有一定资金实力,又不能经常进场交易的投资者。

(2)股票委托买卖的限价委托和市价委托。

①限价委托,是指委托人要求证券商按照限定价格买进或卖出股票,这种方式最为常见,能较好地体现投资者的投资意愿。

②市价委托,是指委托人要求证券商按市场即时价格买进或卖出股票。这种委托在证券交易所竞价买卖顺序中最优先,成交的可能性最大,其特点是快捷,便于抓住市场机会,但一旦判断失误,损失的可能性也大。

3. 股票的清算交割和过户

(1)清算交割,是指投资者买卖股票成交后,买者付出现金取得股票,卖者出让股票取得现金的手续。投资者在办理清算交割的时候,要携带好身份证、股东卡和委托单第二联到营业柜台领取清算交割凭单,上面注明了投资者应支付或收入的现金或股票,还有股票买卖的手续费即费用以及资金和股票的余额。

(2)股票过户,是指投资者买入股票后,办理股权变更的一种手续。在股票交易市场上,股票的过户一般由证券交易所发给投资者的成交过户交割凭单确认完成,也就是由交易所自动完成股权转换的过程。

上面讲的是交易过户,是投资者常接触的,还有一种是非交易过户,就是由非市场行为形成的,如继承、赠予等因素造成的股票持有者的转换。办理非交易过户,股票受让人首先要开立股票帐户卡(已有则除外),然后在当地证券登记公司出据区、县级以上公证部门开出的公证书,法院裁定的需由区、县级以上法院出据财产判决书,此外还要双方的身份证,接下来填写一份非交易过户申请书,一式三联,第三联加盖业务章后交留受让人,作为受让凭证,过户即告完成。非交易过户需按股票面值的2%缴纳手续费。

4. 股票的分红派息

分红派息,是指股份公司取得盈利之后,每年按股份比例支付给股东的股息和红利。目前,分红派息的主要形式有股票分红和现金分红两种。

(1)股票分红,是指股份公司把股息和红利折成股票派发给投资者,主要采用送股和配股两种方式。

①送股。股份公司将所送红股通过证券交易所的计算机系统自动计入投资者帐户,并与原有股份余额合并,投资者不需办任何手续。

②配股,是指股份公司的有偿增资。当股份公司公布配售比例和价格以后,投资者应在缴款期内缴款购股,配售价格一般比市场价格低得多。在配股这一方式中,投资者必须在规定的期限内完成缴款配股,超过期限,就被视为自动放弃配股权,并不再补发。所有被放弃的股权,一般由主承销商负责收购。

(2)现金分红,是指股份公司以现金方式支付股东的股息和红利。现金分红有两种领取方式:登记领取红利和挂牌卖出红利,下面着重介绍一下目前使

用较广泛的挂牌卖出红利方式。

这种方式就是证券交易所在规定时间内将股票红利权挂牌，投资者在规定期限内（一般为15天至20天）卖出自己的红利权，通过清算交割的方式完成现金红利的入帐。

此外，在规定期限内没有卖出红利权的投资者还可以到当地证券登记公司申办补领手续。投资者可凭身份证和股权证明，到证券登记公司办理红利登记，由证券登记公司报证券交易所的登记结算公司，3个月后投资者就可到证券登记公司的营业柜台办理领取红利手续了。

5. 深圳“8·10”事件

1992年8月7日，深圳市人行、工商管理局、公安局、监察局联合发表1992年新股认购抽签表的发售公告，宣布发行国内公众股5亿股，发售新股认购抽签表500万张，一次性抽出50万张有效中签表，中签率为10%，每张中签表售价100元，可以认购本次发行公司的股票1000股。按每家发行公司发行股票先后及批准该公司发行股票的总额，再抽签确定该公司股票的号码区间。属于1992年发行规模的中签表，当年认购不完，1993年继续有效，新股认购抽签表于8月9～10日在深圳各银行、保险公司等303个网点发售。

这消息如同一声集合令，一下子把全国包括深圳的100多万股民集合到深圳街头。

尽管离发认购表还有两天时间，深圳市的所有银行、保险公司的门前顿时就排起了长龙，人们不在乎饥饿、炎热和蚊虫叮咬，耐心地等待发财的机会。距离发售时间越近，认购队伍的长龙也越长。

8月9日凌晨，数十条横陈在街上的长龙，少的几百人，多的几万人。尤其是深南路与红岭路交界的十字路口，左边是金融大厦，队伍人达5万名，而右边的红岭大厦也有2万人之众，相隔不远的发展大厦也不低于1.2万人。仅深南路十公里的沿线，排队的人就超过15万，而人数还在不断增长，远远超过官方统计的60万人。

上午8点，深圳已是万人空巷，人们盼望已久的新股认购抽签表终于发售了。

可就在这时，秩序有点乱了。然而保安人员一上来，就不分清红皂白，随意指定以左边一队为列，宣布右边一队无效。同样排了三天三夜得来的位置却要作废，愤怒的人群不肯罢休，一齐挤向左边的队伍，排队的秩序于是彻底混乱，人们拼命地挤向窗口，保安人员就象赶鸭子似地赶他们下台阶，对顽固的人抓起来就往下扔，用电棍打，用扫帚捅。

于是骚乱发生了。排队人群与保安人员发生冲突，政府迅速追加保安力量，出动公安干警、消防人员、检察院和法院的工作人员，警车和消防车沿排队人群排成长长的一列，再用两条粗大的绳索硬性把人群拉成队列的模样。在数万人的场上，这两条若隐若现的绳子在狂浪中早已失去了意义。

骚乱中，深圳分行门前广场上4千多股民随着一片吼叫声向前涌去。人群中有人向台前的保安人员扔出鞋、空塑瓶。人流涌动中，有人当场昏倒，被踩在脚下。100多人因挤压、践踏而成骨伤，甚至有4人惨遭身亡。

下午2点多终于开始卖表。可是卖得很慢，好象是在故意拖延时间。人们不知道葫芦里究竟卖的什么药，只见有些人远远地就被召进去，而且多次重复召见，不用说，这些人是保安人员的关系户或得到了特殊关照。

晚上9点左右，宣布所有的表都已售完。但股民仍滞留在外面，谁也不愿离开。他们不相信表已卖完了。《深圳特区报》在公布新股认购抽签表方案的同时就已公布了各网点发售的数量。每个人限购10张也是明文规定的。才卖了那么点人，表就卖完了？

为什么动用如此庞大的警力和公检法队伍竟然整不好排队秩序？为什么原本好好的两列非要任意取舍、重新组合，使秩序彻底混乱？现在股民终于茅塞顿开：原来乱有乱的妙处，乱可以掩人耳目。如果秩序井然地卖，这点表要不了2个小时就卖空，这就等于明白告诉股民们：大量的表已经走了“后门”，真正通过窗口卖的只是一小部分，如今这么一乱一治，再慢条斯理地发，磨蹭到晚上9点钟，让外界听起来感到可信。股民们感到被愚弄了，非常愤慨，一股颇具危险性的不安、躁动情绪，在市内各处迅速蔓延。

于是在8月10日回收认购表的那天，发生了游行示威活动。下午4时左右，深圳电视台称500万张认购表的回收工作可望在下午6时全部完成，但稍后，深圳市银行方面又发布通告，宣布回收时限推迟到8月11日11点。这一通告在股民看来意味着，大量从后门出来的表一时搞不到足够的身份证，或来不及高价卖出（当天的认购申请表已卖到500元一张）。于是当天晚上，忍无可忍的股民们终于走上街头，打出“反对贪污、要求公正”、“反对欺骗，要公平，惩办营私舞弊者”等横幅，到市政府门前请愿游行。

自然，市政府组织了大量公安干警维持秩序，也使用了催泪弹，将人群驱散了。事后为了弥补，决定

增发50万张抽签兑换券。8月11日,数十万人排队认购,部分股民已转向老股市场。郑良玉市长发表电视讲话,号召市民识大体,顾惜特区来之不易的安定团结局面。

据统计:全市300个发售点中,有95个点受到群众举报。9月底以前,深圳有关方面共收到投诉件2900件。通过整理这些举报、投诉,深圳市委、市政府联合调查组对其中62条重大线索进行了重点核查。

市民投诉反映最多的是深圳市农行南头支行。联合调查组初步查出来的结果是:该支行证券部副经理黄里康8月8日就将45万元人民币存入金库,用于私下购表。9日,窗外的股民正为一张表挤得死去活来,黄里康却悄悄地让部下截留了一箱表,用矿泉水纸箱一遮,便扛到2楼的办公室。这截留下的5000张表,另外2人分得1000多张,黄里康分得3250张。他的朋友、亲戚、关系户中大肆散发,他自己买了300张,然后又用940张向他人换了身份证300个,用于自己办理购买抽签表手续,其中,南山工商所副所长康友爱是负责监管该支行营业部发售点的,可他先后两次私下购买抽签表850张。

市农行南头支行内部共截留私买抽签表达10274张,占应公开发售总数的29.35%。33名职员中,除2名刚分配来的大学生缺乏资金投入,其余31名都不同程度地卷了进来。

市建行城东支行人民北路办事处,截留、私分、走后门的问题也相当严重。

8月8日晚上,该办事处人员就不约而同将钱(多的有好几万)存入金库。卖表的过程中,就有一个办事员将13本表放在保险箱里。同时,不断有人从后门进来购表。由于窗外购表的钱抓成一团,湿淋淋,办事员数起来十分费劲费时,后来,走后门的干脆凭良心,自己放钱进箱,然后自己去拿抽签表。据办事员回忆,幕后卖出一个派出所副所长150张;一个分局科长100张,一个武警100张。9日晚,窗外汹涌着尚未购到表的人群,办事处的人在公安干警护送下离开办事处。晚上10点多钟,等到外面的人散去后,办事处的人再回来,从主任到看门的,还有保安仔,每人50张大肆分表。

这个点共发售1万张抽签表,被集体私分和幕后购买的就有4650张,占总数的46.5%。14个工作人员均有染,该点的8个监督人也都参与私购,其中7人各得150张,1人得250张。

到12月10日为止,全市自查出内部截留私买的抽签表达10万余张,涉及金融系统干部、职工4180人。其中金融系统职工私买6万4千多张,占61.4%;执勤、监管人员私买2万多张,占19.9%,给关系户一万九千多张,占18.7%。

12月7日,33名处、科级干部因"8·10"发售新股抽签表舞弊肥私,分别受到处分、处罚。

6. 美国的两次概念股投机狂潮

从早期的收购概念、拆细概念、浦东概念到目前最时市的转券概念,我国股市一浪接一浪的题材已使投资者对"概念股(ConceptStock)"这一概念津津乐道。这是理论分析的结果亦或过度投机的根源仍待讨论,而美国在本世纪60年代和80年代发生的概念股狂潮对于我国股市不无借鉴意义。

60年代中期,美国出现了大量进军股市的共同基金,这些基金若想在激烈的竞争中吸引到更多的投资者,只能靠创造出优异的投资业绩。另外,企业的养老基金也被职工要求减少对固定收入债券的投资而转向股票,甚至连大学的基金亦面临同样要求。在这些巨大的压力下,基金的经理人们只能挖空心思发掘投机机会以图暴利,这种高度投机的狂潮使对"概念股"的炒作应运而生。这次炒作热潮有如下几个特点:①追求近期盈利,因基金的盈利表现是每月公布一次,长期表现是否优异对此毫无用处;②集中资金炒作少数几种股票,并不断用增值率最高的股票代替;③选股原则为,只买那些具有"激动人心而且有说服力的题材"的概念股;④交易前要确保这些题材已被市场充分确认和传播。

在这种原则指导下,各机构投资者开始了对概念股的搜寻、发掘甚至创造的过程。那些基金经理们被戏称为"职业杀手(Gunslanghter)",喻其整天在市场上穿梭,一发现机会即用从一般投资者手中积聚的大量资金疯狂炒作以牟暴利。这其中比较著名的有Enterprise基金、Drefus基金和Fidelity基金等几家、它们当时以善于发掘"高增长率"概念股并大码购入而闻名华尔街,并且起初的业绩十分可观。以Enterprise基金为例,其年回报率(包括股利和资本利得)在1967年高达117%,在1968年仍有44%,而同期按S&P's500指数计算的年回报率仅有25%和11%。如此高的回报率吸引了大量投资者购入基金股份,如Fidelity基金的一名经理人在决定自己成立一个基金后,原计划发行2500万美元的股份,但发行第一天市场收购额即达27.4亿美元。市场中还有一大批追随者完全模仿这些"杀手"们的指令进行交易。他们对传统的基本分析和企业业绩

实地考察做法嗤之以鼻，认为“一个好的故事情节便已足够”，更重要的是，发掘出一个题材后，“必须使市场上一般投资者均认为一般投资者均相信这一点”。一名基金经理人在阐述其投资决策时说：“我们的目标首先在于提前获取故事，其次要预测未来几天内有多少人听到同样的故事并采取同样的行动。”

受这些心态的驱使和上市公司的迎合，美国股市中涌现了一批概念股，其中最荒唐的一个是 NSM 公司。该公司刚成立不久，主要向青年学生提供书籍、服装和职业介绍等商品与劳务。公司总裁把所有的时间花在同金融界和报界的访谈、交流与推介上，声称该公司前景光明并正在向资产达 7 亿美元的大公司迈进等。这一公司的业务定位与当时流行的大学生人数将剧增等论调十分符合，正是机构投资者们渴望发掘的极佳题材，于是纷纷大举购入该公司股票，如上文那位经理人的基金即购入 500 万美元的股票，还带动大批模仿者跟风购入，连诸如信孚银行、摩根信托公司等最保守的机构和一些养老基金、甚至大学（如哈佛、芝大等）也加入这一投机行列，将 NSM 股票在 1968 年时的市盈率最高推到超过 100 倍。

另一个例子发生在“四季护理中心”的股票上。该公司热衷于盲目扩张规模，而主要的资金来源是发行债券。为增加吸引力，债券上附有认股权证，即允许持券人在未来按某一价格买入该公司发行的新股。机构投资者们在该公司上发掘的题材是“健康护理”概念，因当时美国人口的老龄化趋势日益明显，而且联邦政府和私人公司均出台了健康保险计划，将增加医疗及护理开支。在这种猜测的基础上，包括美林公司在内的投资者们纷纷抢购该公司的这种债券，最后连欧洲那些保守稳健的机构如罗思柴尔德、法国信贷商业银行等也加入这一行列中。该公司总裁兴奋地宣称“若没有这些大机构的支持，我们不可能增长如此之快”。在这个过程中，没有任何机构对该公司的负债率飞速上升的危险表示质疑，因为新的游戏规则——概念就是一切。结果到 1970 年，该四季护理中心依据《破产法》第八条申请债务重组。

这种概念股狂潮对证券市场造成了极大的危害：首先，借概念而离奇炒作的市价完全脱离企业的盈利，一旦被证实后必然急剧下泻，会极大损害投资者、尤其是小额投资者的利益，而大机构倒通常提前获利出局了；其次，这种不正当、缺乏理性的投资风气会诱导或助长上市公司管理人员把精力放在对公司利益的侵占或盲目经营上，同时积极在金融界扮演推介者的角色以掩盖自身的失职，并诱骗更多的投资者。已有调查表明，概念股企业的管理人员涉及欺诈等犯罪行为的比例远高于其他企业。NSM 公司的总裁最终被控犯有“股票欺诈罪”而被判入狱 8 个月及罚款。最后，熊市来临时，概念股往往以比其上升速度更快的速度下跌，加剧投资者的损失。以上两家公司股价及有关数据的变动情况见下表。

表 1.1.1　两只概念股的悲喜剧

证券名称	1968—69 年最高价	最高价时的市盈率	1969 年底时机构投资者数	1970 年最低价	下跌比率（%）
NSM	$ 35.75	117.70	21	$ 0.875	98
四季护理中心	90.75	113.40	24	0.200	99

10 年后的 1980 年，概念股投机狂潮在美国卷土重来。这次挟电脑技术与生物技术的发展为契机的热潮来势更加凶猛，因为先进尖端的科学技术对企业盈利巨大的影响已令一般民众深信不疑，正可被利用来推动“概念”。尽管如《商业周刊》之类的刊物一再呼吁投资者客观对待那些离应用还有很长距离的新技术，狂热的投资者们仍在机构的引导下争购一宗又一宗高科技企业的股票，这其中尤以生物化学企业概念股最受青睐。投资者们似乎已看到“基因分裂”等技术已具备了带来数十亿美元利润的条件。如对一家生产抗癌药物的公司，证券分析师们即预测 1992 年其销售额将超过 10 亿美元（而该产品直到 1989 年的销售额才 2 千万美元），使其股价飞速上扬，结果 1990 年其销售额远未达到预测水平，但此时分析师们又在忙于对新的概念企业进行寻找与预测了。这一时期的投机狂潮达到空前阶段，甚至 60 年代时最疯狂的预测方法都不能与这次的相比。如 60 年代的概念股的市盈率一般为 50 倍上下，到

80年代,对一些生物化工企业股价的衡量已不用市盈率了,而改用企业销售额的倍数,而且同样有50倍。但是,一些新成立的生物高科技企业甚至在今后几年内都不可能有盈利,于是分析师们又推出一种所谓的“产品资产评价法”,即根据某企业的科研成果,首先预测其产量,再预测其销售额与利润率。如对某种新药进行预测时,先预测其“预期临床指标”,再预测潜在病人服用人数、价格范围等等,最终得以决定该公司股票的价格(结果其中一些产品甚至连管理当局,如FDA的批准生产都未能通过)。这种预测完全不考虑产品安全性、专利保护情况、竞争压力及营销状况等因素,但仍然拥有众多信徒。如Genentech公司股票1980年上市后,前20分钟股价就涨到几乎是发行价的3倍。该公司是制药行业中的领头人之一,同时也拥有一些拳头产品,但其市盈率被推到100多倍则完全是该公司管理层和机构投资者共同作用的结果。前者热衷于公关活动,频频夸大公司产品的功效和未来的业绩,后者则对此予以肯定并推波助澜,并率先购入大量股份。结果该股票的真实价值一旦被认清后,价格急剧下跌,1987年跌到65元,到1989年仅为18元。主要原因在于该公司的拳头产品后来在竞争中终于败北。不过,即使该公司的预测属实,100倍以上的市盈利仍是过度投机的产物。

这次概念股狂潮终于在1987年美国股市的暴跌中受到了严重打击,即使在1988年股市复苏后仍未能恢复。美国的投资者终于改变了过去那种“寻找故事”的观点和对“概念”的疯狂追逐,变得更加理智,开始青睐那些低市盈率高股息率的股票。但是,从最近美国股市的表现来看,这一浪潮又有所抬头,不过最新的概念似乎变成了“INTERNET”概念,经营生产与INTERNET紧密相关的电脑公司(尤其是软件公司)成为其中的主角。如1996年4月12日,美国YAHOO电脑公司(为WWW万维网开发软件)的股票在NASDAQ上市时,定价为13元,但一开盘就升到24.5元,当天最高达43元,按收盘价计算的总市值高达8.48亿美元,而其1995年最后9个月的收入仅为140万美元。另外,1995年8月上市的另一家这类企业NETSCAPE公司的总市值达22亿美元,年盈利亦只有数百万美元。这是否预示着第三次概念股投机狂潮的来临?我国股市应从中吸取什么教训?

第二章　股票价格与股价指数

一、股票的价值和价格

股票是一种特殊的商品，它有自己的价值和价格，这是因为股票能够给持有它的人带来股息收入，是一种依托资本所有权而获得股息和红利的凭证。下面就介绍股票主要的价值价格形式。

1．股票的面值

股票的面值，即股票票面上标明的金额，它的主要作用是确定每股股票在公司中所占的份额。例如，某公司发行股票总面额为 100 万元，每股的票面价值为 100 元，那么每一股股票就代表对该公司 1/10000 的所有权。股票票面价值的作用仅在于它代表一定的所有权和表决权，同时也代表一定的股利要求权，在股票上市流通后，股票的票面价值就会与市场价格发生很大偏离，实际上并无意义。

2．股票的帐面价值

帐面价值是每股股票所代表的公司的净资产。它是用股份公司投资产减去负债，再除以股份数得出的商数，又称股票净值。帐面价值是一个会计概念，对普通股来说，它是普通股每股所含实际资产的价值，其计算公式为：

$$\text{普通股每股帐面价值}=\frac{\text{公司资产净值}-\text{优先股代表资产}}{\text{普通股股份数}}$$

对投资者来说，帐面价值的意义在于股票实际代表的资产价值究竟有多少。所以，投资者在进行长期投资决策时，会对股票的帐面价值有兴趣，而一般投资者更关心的则是每股股票收益的多少。

3．清算价值

清算价值，又称清偿价值，是指公司破产清算时，每一普通股所含的实际价值。从理论上讲，普通股每股的帐面价值应与清算价值相一致，但实际上却并非如此。大多数情况下，清算价值总是小于帐面价值，因为一般公司资产在清算时只有压低价格才能出售。只有当清算时资产的实际作价销售金额与财产报表所反映的帐面价值一致时，每股股票的帐面价值才能等于清算价值。

4．市场价格

股票的市场价格，是指股票在市场上买卖的价格。它是最变动不拘的，其敏感善变使得投资者的收益也不稳定。影响股票价格的因素很多也很复杂，在理论上，股价直接取决于预期股息和银行利息率，它与预期股息的大小成正比，与银行存款利率的高低成反比。用公式表示为：

$$\text{股票价格}=\frac{\text{预期股息}}{\text{利息率}}$$

影响股价的其他因素还无法作定量分析。

票面价值并无实际意义，一经确定，就很稳定，在不拆细的情况下，是一成不变的。市场价格一般与票面价值不一致，甚至背离甚远。帐面价值则随公司的发展而不断增加，可以部分地反映公司的经营状况，对投资者买卖股票有一定参考作用，但实际资产意义不大。在一定程度上，帐面价值对市场价格有支撑作用，当二者接近时，意味着市场价格已到达或接近谷底

二、股票价格的决定

股票作为在市场上交易的商品，其价格像一般商品一样也是取决于内在的价值和外部的供求关系两个方面。这是股票价格决定与商品价格决定的共同点，所不同的是股票的内在价值特殊，供求关系也特殊。

决定股票内在价值的不仅有每股的最初投资量，还有企业微观的经济因素、国家及国际的宏观经济因素以及社会政治因素。影响股票供求关系的不仅有市场扩容节奏等改变市场总供给的因素，更主要的是投资者对股票价格涨落预期的差异程度和交易态度，即买入和卖出股票人数的力量对比。

决定股票内在价值的因素，又称股价决定基本因素，它由公司微观经济因素、国家宏观经济因素和社会政治因素组成。影响股票供求关系的因素又称影响股价技术因素，包括投资者的心理预期、资金供求变化等。基本因素是中长线投资者重点分析的对

象，短线投资者则必须随时密切注意技术因素的变化。

1. 股票价格的微观决定因素

股价的微观决定因素是指从内在价值角度影响股票价格的股份公司本身的经济状况，其中主要包括以下几个方面：

（1）每股股息和市盈率。传统的股价理论是股票价格等于每股股息除以年利率，它虽然不能反映交易现实，却不失为一种基本方法，股息越多则股票价格越高。市盈率是股价除以股息，可与利率的倒数相比较，市盈率高出的幅度越大，则购买股票的风险越大，因而会抑制股价的上涨，反之亦然。

（2）公司的经营状况和盈利能力。公司经营状况越好，盈利水平越高，其股票价格就会越趋于上升。

（3）公司的资产净值，又称股票帐面价值，每股平均的公司净资产越多，股价的下跌支撑线就越高。

（4）公司的成长性，这意味着公司的发展前景，是股价长期趋势的决定因素。发展前景好，股票价格就可能升得多，跌得少。

2. 股票价格的宏观经济影响因素

微观因素是决定股票价格高低的基础，但在同一基础上，如果其他因素不同，也会引致股票价格发生很大变化。除了股份公司自身的条件外，宏观经济因素也对股票价格有普遍影响。影响股票价格的宏观经济因素有：

（1）经济周期波动。国民经济发展总是呈现周期状态，一般分为危机、萧条、复苏、高涨四个阶段。当国民经济从谷底开始复苏时，投资增加，企业利润增加，股价趋于上升；当经济从高峰下滑时，股价趋于下跌。

（2）利率政策。其基本关系是股票价格与利率成反比，这在成熟股市表现尤为强烈。

（3）通货膨胀率高低。通货膨胀率升高，股份公司的销售收入和名义收益率一般来说会增加，因而可能使股价上升；同时，股票的帐面价值也会增值，从而抬高股价的支撑线。但通货膨胀率升高时，投资者收益的购买力又会下降，造成实际投资收益率的下降。

（4）国有股份的流通政策。目前，国有资产越来越多地采用股份形态进行管理，从同股同权的原则出发，国有股有流通要求，但因其量巨大，如参与流通会造成股票供给大量增加，股市供求严重失衡，导致股价下跌。

3. 股票价格的社会政治影响因素

股票价格的社会政治影响因素，泛指国内外政治军事、科学技术、文化艺术、思想观念以及自然灾害等非经济的影响股票价格的因素，它与宏观、微观经济因素一样都是决定股票价格的基本因素，它们的影响是在中长期内起作用的，因而又称之为中长期因素。

4. 股票价格的技术性影响因素

它又称为股票价格市场行为因素，是指在股票市场内的交易过程中产生的影响股票价格的因素，其内容主要包括股票市场扩容速度和计划，投资者对股价看涨看跌的人数比例，投资者的交易经验和成熟程度以及一些消息和传言等。技术因素虽然是短期影响因素，但对股票价格的涨落波动影响很大，在价格的形成过程中起着举足轻重的作用。

三、股票价格指数及其计算

1. 股票价格指数

在股票市场上，时时刻刻都在进行着股票交易，在同一时间内，股票价格或涨或跌，涨跌幅度各不相同。在这种情况下，仅用一种或几种股票价格来描绘整个股市，甚至作为评估和预测国民经济形势的依据，都是不准确的。这时就需要一个衡量股市的标准和预测经济形势的指示器，它就是股票价格指数。

股票价格指数，是指通过选择若干具有代表性上市公司的股票，经过计算其在某一段时间内成交市价的平均值而编制的一种价格指数。它是一个平均数和百分比数，通常以某一个具体日期为基期，基期股价指数定为 100 或 1000，以后各期股价平均值与基期股价平均值相比，即为各期的股价指数。由于它反映的是一种相对水平，因而没有计量单位，常以“点”称之。

世界上各大证券交易所基本上都有自己的股票价格指数。通过股价指数，人们可以了解股票市场涨跌幅度及变动情况，投资者通过分析、比较，对股市作出合理预测，确定投资选择。股票价格指数还被称为国民经济的“晴雨表”，经济统计部门通过分析股价指数的波动情况能够洞察经济形势的状况，从而为宏观调控决策提供参考。

2. 股票价格指数的计算步骤

股票价格指数的计算分为四个步骤：

（1）选定基期。基期的选择是决定股票价格指数质量好坏的关键，一个比较适合的基期应符合这样的原则：在基期的前后一段时间内，股市成交值大致均匀，价格比较平稳，涨跌动态平衡。

(2)确定股票样本,即选取一定数量的代表性股票作为编制指数的成份股票,它们须是具有行业代表性的大公司股票,其总市值在整个股市市值中占较大比重,其涨跌情况在很大程度上能影响股市的行情。当然,股票样本也不是一经选定永远不变,而是根据"最具代表性"这一根本原则,进行定期或不定期的调整。

(3)计算报告期股价水平与基期股价水平的对比值,乘以基期指数(一般为 100 或 1000)即可得到报告期的指数。

(4)为保证股票价格指数的连续性,还需要对股价平均数进行弹性调整,如环比调整法,股价调整法等。将在后面的股价指数计算方法中具体说明,这里不再详述。

3. 股票价格指数的计算方法

股票价格指数的计算方法有三种:算术平均法,加权平均法和几何平均法,这里只介绍算术平均法和加权平均法及其调整方法。

(1)算术平均法,基本公式为:

$$I_t=\frac{A_t}{A_0}\times I_0$$

式中:I_t——报告期指数

I_0——基期指数

A_t——报告期股价平均数

A_0——基期股价平均数

其调整可按下面公式进行计算

$$I_{t+1}=\frac{\sum_{i=1}^{n}P_{t+1}^{i}/n}{\sum_{i=1}^{n}P_{n}^{i}/n}\times I_t$$

上式中,当第 t 期出现送股、配股等情况变化时,I_t 表示调整前股份指数,P_t^i 是上述情况发生后对 t 期股票的标价。

(2)加权平均法。通过这种方法得到的股价指数称为加权平均指数,即计算报告期股价加权平均数与基期股价加权平均数之比得到的指数。其权数分为基期的股票上市量或发行量,报告期的股票上市量或发行量。因此,其计算公式也略有不同。

以基期发行量或上市量为权数公式:

$$I_t=\frac{\sum_{i=1}^{n}P_t^iQ_0^i}{\sum_{i=1}^{n}P_0^iQ_0^i}\times I_0$$

以报告期发行量或上市量为权数公式:

$$I_t=\frac{\sum_{i=1}^{n}P_t^iQ_t^i}{\sum_{i=1}^{n}P_0^iQ_t^i}\times I_0$$

当样本股发生变化时,调整公式为:

$$I_{t+1}=\frac{\sum_{i=1}^{n}P_{t+1}^{i}Q_{t+1}^{i}}{\sum_{i=1}^{n}P_0^iQ_{t+1}^{i}}\times I$$

也可简化为:

$$\text{今日股价指数}=\frac{\text{今日成份股总市值}}{\text{昨日成份股调整总市值}}\times\text{昨日收市指数}$$

(3)小结。算术平均法的优点是算法简便易行,但它过于简单,忽略了各种股票在市场中地位和作用上的相互差异,而加权平均法就弥补了这一不足。

利用加权平均法计算股票价格指数,权数大的股票对股价指数的影响大,股价指数总是趋于权数较重的那一种股票。

四、我国股价指数的发展

股价指数在我国出现于 80 年代和 90 年代交替之际。这是我国资本市场改革和发展的结果。股价指数属于价格指数的范畴,是社会经济指标的重要组成部分。过去 40 年,我国研究价格指数时,只研究物价指数,不研究股价指数,是因为当时还没有股票流通市场。现在,股价指数已成了社会经济活动中一项受广大投资者和管理部门十分关注的指标。人们关心它如同关心物价指数一样,表明股价指数在我国社会主义市场经济发展过程中的地位日趋重要。因此,研究股价指数的理论,研究我国股价指数的发展实践是十分必要的。

1. 股价指数的意义和在社会经济中的作用

80 年代以来,我国企业进行了股份制改革,发行股票是股份公司筹资的重要途径之一,随着股份公司的发展,股票发行规模迅速扩大。为了配合股份制的改革,有利于股票流通转让,90 年代,上海和深圳证券交易所先后成立,股票流通市场迅速发展。至 1994 年年底,在上海、深圳证交所上市的股票品种分别为 203 种和 142 种,上市股本总额分别为 418 亿元和 170 亿元,市价总额分别为 2597 亿元和 1071 亿元。上市公司已从单一产业向多种产业、从一般企业向重点企业转化,从上海、深圳的企业向全国各省市企业发展。一些规模庞大的国民经济支柱产业的股票陆续上市,改变了我国股市上市公司的分布和结构。目前,沪深两地股市行情可达到除台湾以外全国所有的省、市、自治区,股票市场已越来越广泛地吸引遍及全国的投资大众。

股票市场是一个高收益伴随高风险的投资场所,由于政治、经济、社会心理等因素的影响,股票价

格始终处于不停的变动之中。就单个股票而言，股价变动极易判别，但从整个股票市场或某一行业的股票来看，有些股票上涨，有些则下跌，而且，涨跌幅度各不相同。如何判别整个股票市场或某一行业的股票是涨是跌？很明显，单用一种或几种股票价格来描绘整个股市的变动状况，是不准确和不真实的。只有从股市中抽取大量的有代表性的股票样本，以此为依据来作为衡量股票市场动向的标准，由此产生了股价平均数和股价指数。

股价平均数是股票市场多种股价的一般水平，均以具体金额表示。通过不同时期股价平均数比较，可以显示股价的涨跌动态，但不能看出股价波动幅度。后来产生了股价指数，它是报告期股价总值对基准期股价总值的比值，用点数表示，可以衡量出报告期股价与基期相比的变动方向及其幅度，从而显示某一时期的股价较之基准时期股价增减率。由于股价指数是一个相对指标，因而就一个较长时期来看，股价指数比股价平均数更能准确地反映股价的变动情况。

股价指数是衡量和反映所选择的一组股票的价格变动的指标。股价指数通常表示一个股票市场或某一行业股票价格的平均涨跌情况和幅度。股价指数是报刊上的经济贸易消息中经常报道的一项重要统计指标。人们根据股价指数的升跌，可清楚地了解股市的变动趋势，以便对股市的走势作出合理的预期，确定投资策略。股价指数是为投资者提供的参考依据，被称为股票市场的指示器。因此，股价指数必须具有其自身的特点，即客观性、代表性、敏感性和连续性。客观性指的是客观而准确地反映股票市场的价格变动情况；代表性指的是计算股价指数时所采样的成份股票能包括若干种不同行业的具有代表性的股票；敏感性指的是当多数股票价格发生变动时，股价指数能敏感地反映这种变化；连续性指的是股价指数能连续地反映股票市场的价格变动情况，这就要求股价指数不应有任何间断，否则不同时期的股价指数将失去可比性，也就违背了确定这种标准的初衷。

由于股价受多种因素的影响，股价指数包含了政治、经济、社会及其各种因素变化状况，它能为政府部门的经济预测提供服务。在资本主义国家中，股市是预测国家经济形势的最灵敏的工具。预测国民经济发展趋势的工具和方式很多，如计算国民生产总值、物价指数、通货膨胀率、失业率以及股市的变化状况，但其中股票市场的反应最灵敏。美国战后第八次经济危机就很能说明股票市场的作用。1981年初，道·琼斯工业平均指数曾达1000点，然后连续下跌，远在美国政府和经济学家证实经济进入衰退之前，就预报了第八次经济危机将要来临。第八次经济危机从1981年7月至8月开始，一直持续到1982年夏，失业率、国民生产总值、工业生产指数等各项经济活动指标都显示经济在衰退。8月13日道·琼斯工业平均指数跌到788点，当时人们忧心忡忡，判断不出经济发展前景。但在股票市场上，道·琼斯工业平均指数开始从788的低点回升，10月21日上升到1036点，11月3日又升到1065点，创历史新高。这表明股票市场成功地预告了美国战后第八次经济危机的结束。美国战后近四十年的经济发展和八次经济危机表明，股价指数与经济发展周期有着惊人的相关性。在经济离衰退前平均约6个月时，股价指数升至最高点，然后回落。其间离衰退起点最近的一次最高点是1个月，最远的一次是1年。股价指数在经济开始复苏前平均约5个月时跌到低点，然后回升。股票市场与经济周期的密切关系表明，它是研究和预测经济形势的一个有效工具。经济统计部门通过分析股价指数在一段时间内的波动状况，判断经济形势，进而制订下一步宏观调控政策。因此，股价指数通常成为一些国家国民经济形势的先行指标。例如，英国最具权威性和代表性的伦敦《金融时报》指数被称为预示英国政治、经济、社会情况的“晴雨表”。

我国股市目前尚处于发展的初级阶段，法律法规尚不完善，股市规模容量尚不够充分，股票的供求关系尚未能保持较长时期的平衡和稳定，这就导致了目前的股价指数并不完全能起到“晴雨表”的作用。然而，政治、经济、社会上的重大事件，毕竟能从股价指数上得到反映。可以预见，随着我国股市的不断扩大和完善，我国的股价指数在社会经济中的地位和作用将越益显著。

2. 我国股价指数发展概述

我国股价指数的产生和发展是与我国股市发展的历程同步的。可将股价指数的发展分为四个阶段，每个阶段有其不同的特点和意义。

第一阶段，我国第一个股价指数——静安指数产生。

静安指数是由中国工商银行上海信托投资公司静安营业部（现为上海申银证券公司）参考道·琼斯股价平均数的编制方法计算的，于1990年1月23日。静安指数的公布在我国大陆尚属首次，该指数综

合反映了当时上海股市的实际情况。当时上海的股票进入流通市场的方式是柜台交易，上市的全部股票共七种，全部作为静安指数的样本。以1987年11月2日为基期，以该天的股市价格为基准价格，指数的基数为100，股价采用平均成交价计算，而不是收盘价，用算术平均法编制。具体的计算方法是：

（1）以加权综合法计算单种股票平均成交价格：

$$P_i=\frac{\sum_{j=1}^{m}P_ijQ_j}{\sum_{j=1}^{m}Q_j}$$

式中：P_i—第i种股票某一交易日平均成交价格；

P_{ij}—第i种股票某一交易日第j次成交单价；

Q_j—第i种股票某一交易日第j次成交数量；

m—第i种股票某一交易日成交次数。

（2）算术平均法计算股价指数：

$$I=\sum_{i=1}^{N}P_i/N$$

式中：I—静安指数；

N—采用的股票种数。

对由于发放股利、增资扩股或减资等非市场因素性对股价的影响，用除数变更法加以调整。静安指数没有考虑权数的因素，不能完全合理地反映上海股市的总体走势。静安指数适应了当时柜台交易反映的股市行情变化，意味着我国大陆股市向规范化迈进了一步。

第二阶段，随着上海证券交易所和深圳证券交易所的先后成立，上证指数与深证指数相继推出。证交所的成立标志着股票二级市场的真正确立，上证指数和深证指数的产生则反映了股票流通进入了一个新的时期。

（1）上海证券交易所股价指数。上海证券交易所于1991年7月15日推出上海证券交易所股价指数（简称上证指数），基期为上海证券交易所的开业日——1990年12月19日，基数为100，指数的成分股为在上海证券交易所上市的所有股票，以股票发行量为权数，采用L氏公式。遇到新股票上市、配股除权和派发红利等非交易性因素变化时，对前日市价总额作相应调整。

1992年8月，为准确反映上海A股、B股及整个股市情况，上海证交所编制和公布A股指数、B股指数和综合指数，每天同时公布三个股价指数。当时上海股市有19个A股，9个B股上市，三个股价指数分别以上市的全部A股，全部B股，以及全部A、B股的市价总值加权平方法编制。A股及综合股价指数的基期为1990年12月19日，B股指数的基期为1992年2月21日，其中B股的市价总值一律用美元计算，与每次的汇率调整无关。B股是对境外投资者发行的，B股的发行标志着我国股市走向国际化。由于我国国情不同于发达国家，同一个上市公司的股票分为A、B股，形成了A股指数和B股指数，这也是我国股票市场的特色。

到1993年4月30日，上海股市已有60家股票上市，由于不同行业的股票有其特有的特性，仅有上证综合指数已无法准确反映某一行业股票价格变动，于是，上海证券交易所在1993年5月1日推出分类指数，共分成五类，具体为工业类、商业类、地产类、公用事业类和综合类。编制方法与上证指数的相同，只是基期不同，定为1993年月30日。与此同时，上海证券交易所还将根据各上市公司的主营范围、投资方向的变化，不定期调整分类指数的成分股构成。

分类指数的产生标志着我国股价指数的发展又上了一个台阶，如果说上证指数反映了全部股价的趋势，那么分类股价指数则分别反映了各种产业分类股价的趋势。从分类指数我们可以发现它们的趋势和增跌幅度上的差异，可从一定程度上反映出各类产业在国民经济中的地位及发展速度。

（2）深圳证券交易所股价指数。深圳证券交易所于1991年4月4日开始发布深圳证交所股价指数（简称深证指数）。深证指数以所有在深圳证交所上市的股票为样本股，以基期的发行量为权数，采用综合法计算的，基期为1991年4月3日，基数为100。深证指数是专门反映深圳股市行情及其趋势的一种统计指标。如果样本股的股本结构有所变动，为维持指数的连续性，以“连锁”的方法计算。其计算公式为：深圳股价指数为今日现时总市值乘以上一营业日收市股价指数再除以上一营业日收市总市值。

以后，深圳证交所也推出了三个股价指数——A股指数、B股指数和综合指数。计算方法如上所述。与上海B股不同的是，深圳B股股价以港元计价，原因是深圳与香港毗邻，B股的投资者主要是香港的机构和居民。以港元计价，可使香港投资者避免港元对美元的汇率风险。

第三阶段，如果把第二阶段看作是两个交易所股价指数独立存在的时期，那么第三阶段则可理解为两者合一的阶段，即站在更高的角度，即站在全中国股票市场这一位置上来编制股价指数。这一阶段

产生了两个股价指数—中华股价指数和新华股价指数。

(1)中华股价指数。中华股价指数是由上海和深圳的证交所联合编制和发布的,同时还有中华 A 股和 B 股指数。中华股价指数属发行量加权平均指数(市价总额股价指数),以在两所上市的所有股票发行股数为权数计算。A、B 股指数的采样股也采用两所上市全部 A 种股票和 B 种股票,基期为 1993 年 1 月 4 日,基数为 100。计算中华股价指数的市价总值以人民币为单位,其中的 B 股单位以两所当地适用的上周外汇调剂汇率换算到人民币后并入计算,每次汇率的调整,因不影响权数的增加,故对基日市价总额不作修正。中华 B 股指数的市价总额均采用美元为单位,避免了人民币对美元汇率波动对指数的影响。遇新股上市、终止上市、除权、暂停上市和恢复上市等非交易性变动情况,将对基日市价总额作相应修正,以保持指数的连续性。

(2)新华股价指数。新华指数是由新华社和北京大学联合设计,分新华 A 股和 B 股指数。新华指数是一个综合指数,与我国现有的股价指数相比,对股票进行了抽样,即从交易所上市的全部股票中选择若干种股票作为计算对象。B 股因上市股数不多,目前没有选样,但对 A 股进行选样。A 股指数的成份股包括在上海、深圳上市股票所在的各个行业,如工业、商业、房地产业、公用事业、金融业和综合商社等,共选 30 种 A 股股票,综合考虑上市股票的行业分布、股票规模、市场影响力、交易数量和发行股票公司的业绩,选取的样本将符合典型性、普遍性和一定影响力。新华 A 股指数的基期为 1992 年 9 月 30 日,由于这一交易日前后,股票市场较为平稳正常,使股价指数具有较好的代表性和稳定性。新华 B 股指数的基期为 1993 年 3 月 22 日,基期指数为 100。采用加权平均法和基期修正法进行综合计算。由于条件的限制,新华指数仅公布收盘指数。

第四阶段,我国第一个由证券交易所发布的成份股指数——深圳证券交易所成份股指数产生。

1995 年 1 月 3 日,深圳证券交易所正式发布成份股指数,它是选取一部分有代表性的上市公司的股票编制而成的一种指数。深圳证交所编制和公布成份股指数、成份股 A 股指数和成份股 B 股指数,每天公布三个成价股股价指数,原来的综合股价指数同时发表。三个成份股股价指数分别以上市的成份股的市价总值加权平均方法编制,其中 B 股的市价总值一律用港元计算,与每次的汇率调整无关。基期为 1994 年 7 月 27 日,基期指数确定为 1000 点。可以注意到,1994 年 7 月 27 日的深圳综合股价指数是 99.7 点,成份股指数是综合指数的 10 倍。

深圳股市推出成份投指数的背景是,原有的深圳综合股价指数有如下不足之处:

第一,用总股本作为权数不尽合理。我国股市目前只是社会个人股流通市场,国家股和法人股不能上市流通。有些上市公司总股本很大,但上市的个人股只占很小的比重,如果用总股本作权数,容易产生偏差。如粤电力,总股本 7.2 亿股,对指数的影响是除发展和宝安外的第三名,比重为 3.63%,但上市的可流通股本 8780 万股,只占总股本的 12%。深深房名列第四,总股本为 7.43 亿股,在指数中的比重为 3.54%,但可流通的个人股只有 1.112 亿股,占 14.97%。这类大盘股的可流通股本并不大,但股价变动却对指数有较大影响,不太合理,并存在指数被人操纵的可能。

第二,新股上市影响走低。目前用全部股票计算指数,新股上市第二天即纳入指数计算,由于新股上市后价格不太稳定,获利套现较多,如果开高走低,往往拖累指数下跌。

第三,结构变动频繁。每次新股即纳入指数计算,从最初的 5 只增加到目前的 141 只,每只股票对指数的影响在不断降低,内部结构在不断变动,指数前后的可比性不强。

第四,除权时的调整计算有偏差。由于采用总股本计算除权价,如果国家股、法人股、个人股分红方案不同,则这种除权价对于个人股来说往往不是一个有效的指标,用来计算指数会产生偏差。有时填权股票会使股市下跌;贴权股票却使指数上升。例如,1994 年 8 月 16 日同时除权除息的股票有两只:琼海药和川天歌。琼海药分红方案为:国家股、法人股、内部职工股 10 送 5 派 1 元,个人股 10 送 2。8 月 15 日收市价为 6.33 元,按总股本计算除权参考价为 4.39 元。8 月 16 日收市价为 5.06 元,看起来是填权,并使指数上升。但用市场上流通的个人股计算,除权价应为 5.53 元,除权后应为贴权,股价下跌应使指数下跌,反过来,川天歌分配方案为:法人股 10 派 3 元,公众股 10 股送 3 股。8 月 15 日川天歌收市价为 6.34 元,按总股本计算的除权参考价为 5.41 元。8 月 16 日收市价为 5.05 元,看起来是贴权,并使指数下降。但用市场上流通的公众股计算的除权价应为 4.88 元,收市价高于除权价,表明有填权效应,指数应上升。由此可见,用总股本计算的除权参

考价编制指数容易出现误差。在国家股、法人股和个人股分配方案相同时问题不大，分配方案不同时肯定会出现误差，且误差可能比较大。

综上所述，综合指数将全部股票纳入计算，并用总股本作权数，这对于我国目前这个只有部分股票可流通、国家股和法人股不能流通的市场来说，是不太符合实际的。比较可行的办法是，选择一部分股票作为成份股，用可流通股数作权数，编制一种新指数。成份股指数是通过对所有上市公司进行考察，按一定标准选出40家有代表性的公司作为成份股，用成份股的可流通股数作为权数，采用综合法进行编制。选取成份股的一般原则：一是有一定上市交易时间。为了考察上市股票的市场表现和代表性，需要股票有一定的上市交易时间。新股上市之初交易不太稳定，最初一段数据应予剔除。二是有一定上市规模。以每家公司一段时期内的平均总市价和平均可流通股市价作为衡量标准。三是交易活跃。以每家公司一段时期内的总成交金额和换手率作为衡量标准。根据以上标准定出初步名单后，再结合下列各项因素评选出40家上市公司(同时包括A股和B股)作为成份股：①公司股票在一段时间内的平均市盈率；②公司的行业代表性及所属行业的发展前景；③公司近年的财务状况、盈利纪录、发展前景及管理素质等。

编制成份股指数是国外许多证券市场的常规做法。如著名的美国道·琼斯股价平均数、标准普尔500种股价指数、英国伦敦《金融时报》指数、香港恒生股价指数等都是成份股指数。一个证券交易所发展到一定的阶段，编制和发布成份股指数是必然的趋势。因此，深圳成份股指数的推出，增加了统计的科学性和合理性，是我国股票市场股价指数发展的一个进步。

3. 我国股价指数计算的一些特点

我国的股票市场总共走过不足十年的历程。从静安指数的产生至今，我国使用股价指数才五年多时间。从历史发展的角度来看，我国股市是一个初级阶段的股市，一个正在蓬勃发展的股市，一个由不成熟逐渐走向成熟的股市。在此阶段，市场规模由小到大，股票容量的不断扩展，投资者队伍的逐渐扩充，资金和股票流通量经常处于不平衡与平衡之间互相转换的过程之中。这个过程中，投机气氛浓厚，股价指数波动较大，有时甚至是震荡剧烈。这时，股价指数的起伏并不完全与我国国民经济的增长同步，这是一个不太成熟的股市自身固有规律的表现。股价指数总是随股市上一些必然事件或突发事件而变化的。为了使股价指数具有更好的连续性和稳定性，我国的股价指数在计算及处理上有其独到之处，在股市发展实践中上证指数的计算与处理方法有两点是值得回顾的。一是开盘价产生方法以及与上证指数关系的演变；二是股权转让时的撤权与复权的处理。

(1)开盘价产生方法的演变。所有股票的开盘价决定开盘指数。特别是新股上市是交易所经常遇到的事情，新股一上市，即作为股价指数的计算样本，新股的开盘价即计入股价指数，开盘价的产生就很重要。当股市流通总量很小时，每只新股上市都会对股价指数产生较大的影响。开盘价定得合理，股价指数波动就小，反之，波动就大。上海证交所对股票开盘价的产生以及上证指数关系的处理走过了这么几步：

第一，新股上市首日开盘指导价。1992年1月11日，兴业房产股票上市。当时股价尚未放开，用涨跌停板控制股价的升跌。新股上市首日开盘指导价的计算公式如下：

$$\text{上市首日开盘指导价}=\frac{\text{上市日前一个交易日的上证指数}}{\text{发行截止日的上证指数}}\times\text{发行价格}$$

这个指导价建立在新股股价从发行截止日到上市前一日这一时间区间内与上证指数同步递增或递减的基础上。这与当时股市现状完全相适应，在统计意义上是完全合理的。

第二，采用自由竞价方式产生新股上市首日开盘价。1992年5月21日，上海股市股价全面放开，股市成交价由自由竞价产生，即按照“价格优先，时间优先”的原则成交。故新股上市首日开盘价也采用自由竞价方式产生，即等于最高买入价与最低卖出价的算术平均值。这种做法体现了市场公平竞争的原则。

第三，采用集合竞价方式产生新股上市首日开盘价。1992年7月7日起，新股上市首日开盘价，采用国际通行的集合竞价方式产生。具体做法是：计算机主机按照价格优先原则对所有的申报进行自动排序——买进按价位由高向低排列，卖出则按价位由低向高排列；当达到某一价位时，在此价位上所有买进申报和在此价位以下所有卖出申报都能满足，而且此时成交量又最大时，那么该价位即为决定价格，也就是新股上市首日开盘价，所有配对均按此价位成交。采用集合竞价的方式产生开盘价将进一步完善交易市场运作体系，充分体现市场“公开、公正、公

平”的原则,避免因人为因素造成股价不正常波动,从而使开盘价较真实地体现市场实际情况。

第四,新股股价纳入上证指数计算时间的变化。原来新股上市将首日开盘价作为基值纳入上证指数计算。1993 年 5 月份作了更改,调整为将首日收盘价作为基值纳入上证指数计算。这样做的好处在于:新股上市首日,投资者对股价预期有较大差别,因此,股价波动一般较大。经过一天的交易,一级市场的原始股经过较充分的换手,股价逐步趋于稳定。将收盘价作为基值纳入上证指数的计算也就能减少新股上市造成对上证指数的影响,增加了上证指数的稳定性。

第五,A 股股票都采用集合竞价方式产生开盘价。从 1993 年 8 月 6 日起,每天早上,所有的 A 股股票都采用集合竞价方式产生开盘价。并以此计算当日的开盘指数。这样做将集合竞价产生开盘价的方法引入所有 A 股股票,全面地减少了人为因素造成的股价波动,并能产生一个确切而合理的开盘指数。这就改变了原先除新股集合竞价开盘外,其他所有股票由自由竞价开盘,各股开盘时间不完全一致,而造成的不能产生确定的开盘指数的状况。每天产生确切的开盘指数是上证指数发展过程中一项很有意义的统计指标,它完善了上证指数时间序列中的统计指标体系。

(2)采用撤权和复权方式修正上证指数。由于我国股票市场处于发展的初级阶段,一些大型国有企业转化为上市公司时,向社会发行股票的比例较小。1993 年 4 月 22 日,国务院发布《股票发行与交易管理暂行条例》,规定上市交易的条件之一有:向社会公众发行的部分不少于公司拟发行股本总额的百分之二十五,(公司股本总额超过人民币四亿元的,向社会公众发行的部分可酌情降低比例,最低不少于公司股本总额的百分之十)。这样,一些不合乎此规范的上市公司(如上海申能公司,哈尔滨医药公司等)为了增加社会公众股的比例,决定向社会个人股东转让部分国家股。当时,中国证券市场发展已形成了国家股、法人股、个人股各具概念的特征。由于国家股、法人股暂未进入流通,因此,个人股流通量对市价的影响起到主要的作用。这一特征形成了上市公司不同身份股东在结构上的变动而对市场产生影响。然而,上市公司国家股定向有偿转让给公司社会个人股东,属于股东之间股权转让行为,不同于公司增资而向股东送股或配股,因而公司的股本总额并未扩大,所以,该股票在有偿转让时的交易价格也不应除权。而从上海证交所上证指数编制的方法上看,是选择所有上市股票为样本,于是,个别股票,尤其是一些发行量很大的股票其市价总值大,在上证指数中的权重大(如当时申能股票权重约占上证指数百分之二十),当其有偿转让时,其价格波动必然会导致上证指数的异常波动。为避免上证指数的异常波动,并使股指能真实客观地反映整个大势的变化,根据统计原理,采用撤权和复权方式修正对股指进行调整是科学且有效的。

具体修正方法是:凡遇有上市公司股票定向有偿转让的情况,从公告之日起,该股票不列入上证指数的计算样本范围,称为撤权;从有偿转让的股票上市交易后的第十一个交易日起,该股票恢复列入上证指数的计算样本范围,称为复权;复权的股票列入指数计算样本范围时,以复权的前一个交易的收盘价和股本总额为计算基准数据。

五、股市行情

股市行情,是指股票市场交易情况的记录和显示,它为投资者了解市场,分析市场,顺利实施交易提供了必要的信息。它一般通过证券交易所和各证券营业部内的电子屏幕显示出来,同时还以报纸、广播、电视等为媒介向公众传播。一般格式如表 1.2.1:

股市行情一般分为实时动态行情和收市静态行情,还可以按周、月等时段报告行情,这需视投资者用途而定。下面就逐一介绍。

表 1.2.1　上海证券交易所股市行情表

1996 年 11 月 14 日

名称	开盘	收盘	前收盘	涨跌	涨跌幅	最高	最低	成交金额	成交股数
30 指数	2461.80	2475.23	2454.57	20.66	0.84	2480.17	2445.84		
综合指数	944.46	953.19	940.52	12.67	1.35	957.61	943.61	4414774796	486961839
A　股	994.32	1003.44	990.08	13.36	1.35	1008.48	993.29	4382031187	476556557

B 股	46.20	46.78	46.20	0.58	1.26	46.88	45.84	32743609	10405282

工业类	开盘	收盘	前收盘	最高	最低	成交金额	成交股数
	729.98	738.05	727.10	742.07	729.79	2819568668	340997430

代码	股票名称	前收盘	开盘	最高	最低	收盘	涨跌	涨跌幅	成交股数	增减	成交金额	市盈率
600600	青岛啤酒	5.89	5.95	6.18	5.80	6.18	0.29	4.92	2540104	1389905	15185971	40.26
600601	延中实业	10.77	11.00	11.87	10.82	11.60	0.83	7.71	11326316	69566281	29245936	47.95
600602	真空电子	5.28	5.30	5.50	5.26	5.45	0.18	3.22	4732134	1936159	25578861	23.99
600604	二纺机	4.64	4.68	4.94	4.65	4.83	0.19	4.09	1413727	559729	6817432	136.06
600605	轻工机械	6.60	6.62	7.05	6.60	6.85	0.25	3.79	909850	281339	6226566	274.00
600606	嘉丰股份	5.08	5.13	5.25	5.06	5.20	0.12	2.36	345160	127790	1783907	130.00
600607	联合实业	6.20	6.25	6.40	6.18	6.30	0.10	1.61	448116	156991	2812021	28.31
600608	异型钢管	5.84	5.88	6.22	5.83	6.15	0.31	5.31	2512669	1676285	15311060	45.05
600609	一汽金杯	4.30	4.32	4.44	4.30	4.38	0.08	1.86	11000048	2927304	47951917	—
600610	中纺机	4.55	4.62	4.78	4.58	4.73	0.18	3.96	498392	218696	2340883	3941.70
600612	第一铅笔	9.00	9.01	9.18	7.78	9.12	0.12	1.33	236831	52081	2141962	29.74
600613	永生股份	10.30	10.20	10.49	10.20	10.39	0.09	0.87	230.321	85021	2372759	52.88
600614	胶带股份	6.95	6.90	7.10	6.85	7.01	0.06	0.86	83388	30188	582132	64.19
600615	丰华圆珠	8.74	8.85	9.30	8.74	9.08	0.34	3.89	233340	80392	2098449	26.97
600617	联华合纤	6.74	6.38	6.74	6.38	6.65	-0.09	-1.34	111900	-48700	741333	55.74
600618	氯碱化工	11.66	11.80	12.03	11.75	11.85	0.19	1.63	1102770	-245280	13124233	51.70
600619	冰箱压缩	12.10	12.32	12.40	12.15	12.30	0.10	0.82	255005	75605	3134139	29.96
600621	上海金陵	9.10	9.10	9.65	9.05	9.49	0.39	4.29	1118386	790004	10415115	38.20
600622	嘉宝实业	7.63	7.60	7.99	7.60	7.85	0.22	2.88	927687	456264	7219988	27.69
600623	轮胎橡胶	10.50	10.50	10.90	10.38	10.63	0.23	2.19	929951	467901	9981530	109490
600624	复华实业	7.85	7.90	8.09	7.88	7.98	0.13	1.66	389744	102674	3104842	30.25
600625	水仙电器	6.45	6.55	6.60	6.45	0.09	1.40		207295	-99185	1352160	58.55
600626	申达股份	5.16	5.18	5.45	5.15	5.32	0.16	3.10	361962	126590	1387963	66.50

注：*B 股以美元标价。

1. 静态行情

（1）股价指数，即反映股市行情的综合变动情况，是投资者分析、预测市场动态的信息源之一。

（2）开盘价，即开市后第一笔股票成交价格，可分为日开盘价，周开盘价等。

（3）收盘价，即停市前股票的最后一笔的成交价，它在投资分析中有着重要地位，许多分析方法都是以收盘价为依据。

（4）前收盘，即报告前一个时段的收盘价，如日行情报告中指的是前一个交易日的收盘价。

(5)最高价和最低价，它们是指股票在特定一时段内其成交的最高价格和最低价格。

(6)成交量与成交额。成交量，是指一特定时段内市场中所完成买卖的股票数量，它反映了市场的活跃程度和投资者的投资动向，一般用股数表示。成交额是相应的成交金额，用货币单位表示。

(7)涨跌与涨跌幅。涨跌是指当日股价与前收盘之差，正号表示上涨，负号表示下跌，其百分比是涨跌幅。

(8)市盈率。

2. 实时动态行情

它是以动态方式随时显示行情和交易的最新变化情况，其概念项目大多与静态行情相同或相近，故不作细致说明而只列项目名称：①开盘价与前收盘价；②最高价与最低价；③最新价：最近一笔成交的价格；④涨跌幅：最新价与前收盘价的差额比；⑤买入价：买方的最高申买价；⑥卖出价：卖方的最低申卖价；⑦成交量与成交额：它们是随时变化，不断累加的。

六、股票市场案例精选

1. 触目惊心——美国1929年的股灾

(1)1929年，美国股市大崩溃。1929年10月28日，美国华尔街股市暴跌的洪水一发而不可收拾，开始彻底摧毁股市。从9月份的股灾开始到1932年，股票价格下降了75%。

20年代是一个充满希望的年代，同时又是一个使人沮丧的时代。1922年至1929年是美国"繁荣的七年"，公众享受着体面的生活条件，乐观主义情绪普遍流行。投资者信心十足，经济政治环境良好。空前的繁荣和巨额预期报酬，极大地激发了华尔街投机商的野心，不少美国人卷入华尔街狂热的投机活动中。股灾前，美国股市先行大升，1920—1929年平均股价升幅达5倍，股价呈抛物线式上升，股票市场急剧升温不止。

1929年9月4日，持续繁荣的商业活动开始下降，股票市场开始缓慢变动。

9月5日"巴布森突变"冲击股市后，股市急剧下降。来自马萨诸塞州韦尔斯利的身体单薄、一把山羊胡子、其貌不扬的金融顾问、波士顿统计学家罗杰·巴布森在当天的一个金融家午餐会上说："我重复去年和前年在这个时候所说的话，股票市场崩溃迟早要来临。"华尔街专业人员对这位"韦尔森利先知"的新见解报以惯常的嘲笑。然而，当天下午两点，当巴布森的话在道·琼斯金融消息自动记录器上出现的时候，引起了股票市场的恐慌。在最后的交易时间里，有200万股票易手，美国电报电话公司的股票下降了6点，威斯汀豪斯的股票下降了7点，美国钢铁公司的股票下降了9点。"巴布森突变"动摇了投资者的信心，拉开了1929年股灾的序幕。

股票市场下跌的初期，许多美国人仍旧保持着乐观的态度，不相信股票市场和美国经济正走向崩溃的边缘。在10月24日股票价格继续下跌的那天，为防止市场的崩溃，美国一些银行巨头集会仍然在商定按高于市场的价格收购股票。美国总统胡佛也在这个时候发表了一个文告，声称："美国主要工商业和商品的生产和销售，形势很好，欣欣向荣。"然而好景不长，在股票市场略有回升不久，股市不时急速下跌。

股价下跌已导致凭保证金交易的客户被要求提供更多的担保品，不能满足这种要求的客户被迫抛售他们持有的股票，这进一步加剧了股市的下跌。10月21日星期一的抛售行情记录器来不及记录所有的交易，直至收盘后的1小时40分钟以后，最后一笔交易才被实际记录下来。该天的股市下跌，使经纪人进一步催客户补交保证金，令23日股市再次急跌。24日(被称为"黑色星期四")发行新股变成了恐慌性抛售，交易量达到了1300万股，股价急剧下降，有时候每次交易的价格下降5美元至10美元，许多股票的价格几小时内下降了40到50点。在纽约数家主要银行组织的"救市基金"和在纽约交易所总裁大量购买股票企图稳定投资者信心的努力失败后，美股更是一泻千里。10月29日，纽约证券交易所最黑暗的日子，一个交易日之中有1640万股票易手(相当于1985年的10亿股)，价格几乎是垂直下跌；整个交易大厅，卖主象一只只无头苍蝇在大厅里撞来撞去，期望能够找到买主。到11月，50种热门股票的平均价格下降了50%左右。1929年到1933年，虽然其间股市有所反弹，但反弹的力度一浪低于一浪，股票的平均价格下降了75%，纽约证券交易所上市的各种股票的市值下降了450亿美元；到1933年7月，美股最终见底的时候，其市值只有740亿美元。

著名经济学家J·K·加尔布雷思在他关于股票市场崩溃及其前因后果的名作《大崩溃》中，对10月29日股票市场崩溃有一段著名的描写："崩溃的高潮终于在1929年10月29日这样来到了：在大风暴来临前的星期二上午10点钟，证券交易所大厅中

的大锣勉强敲响了。大量股票投入股市,不计价格地抛售……出售的不仅是无数小企业的股票,而且大企业的股票也在抛售。……某种股票的做市商发现自己一再被争相抛售的经纪人所包围,而且甚至简直没有人去考虑买进。……交易所的情况十分混乱……开盘后半小时,交易量就超过了300万股,到12点时超过了800万股,到下午一点半时超过了1200股,鸣锣收盘时,这一天的疯狂达到了极端,以1641万零30股的最高记录收盘。……根据《纽约时报》的统计,50种主要股票的平均价格下降了40点。"

美国证券市场的大崩溃,是美国历史上最严重的长达4年的经济大萧条的开端。

(2)谁是元凶。对1929年股灾成因的探讨,是经济学界仍在争吵的一个难题,历来凯恩斯主义和货币主义各执一词;但(有的甚至是偏见)导致了世界上股票市场监管标准框架和美国现代银行体制的构建。

①美国经济周期是1929年股灾的根本原因。在大多数美国人看来,1929年股灾引发了美国历史上最严重的经济危机,造成大量银行、企业倒闭、工人失业。然而必须强调指出的是,股票市场的崩溃不是大萧条的原因,而是一些更深刻问题的表象。

研究表明,从十九世纪到20世纪中叶,美国历次发生的经济萧条都伴随着运输业的过分发展和土地过分投机。1929年大萧条是以汽车工业和公路建设事业的过度发展为先导的,他们把美国经济周期性的扩张带到了一个正常的高度。1927年初,住房建筑业开始下降,但其他所有的工业部门都在过去和今后的两年内继续得到高速度的发展,以至创造出的生产能力的速度显然过快,与总支出的增长不相适应。在1926年总的实际资本形成达到顶峰之后,继续的大量投资开始引起生产能力的相对过剩。过大的生产能力和预期销售不断拉开距离,最终达到崩溃的边缘,从而使美国工商业者的盲目乐观主义以惊人的速度转变为日益严重的悲观主义。人们对所有的投资,包括证券市场失去了信心,大规模地抛售股票。欧洲地区乃至全球性的经济衰退进一步削弱了美国商品的出口能力,客观上加深了美国的经济大萧条的程度。

②证券市场的过度投机是造成1929年股灾的直接原因。1922年到1929年,是美国历史上引以为荣的"繁荣的七年",也是制造股市投机风潮的七年。虽然美国经济和工商业在以骄人的业绩增长,但这种增长过份地反映在股票的价格上来,几乎所有的买进都意味着利润;越来越多的人在投机家的带动下进入股市。在投机狂热达到顶点时,大约有100万新买家在各种证券市场上买进和卖出。

股票市场的过度投机表现在两个方面:

一是股票的价格大大高于其内在价值。当时评价股票的基点是"十倍市盈率",然而,1929年大多数股票的市盈率在20到30之间,有些股票甚至达到了50。

二是为满足日益增多的对股票的强烈要求,股票的发行量剧增,制造和分配股票成为一项重要的行业。索尔在《繁荣的十年》一书中写到:"在这个时期,新证券几乎象肥皂泡那样被制造出来,原因不外乎制造与出售证券更加有利可图。"工业、公用事业、铁路和银行,都在发行股票、或把股票拆细,使之更易买到。1925年1月到1929年10月短短的四年里,列入纽约证券交易所价目表的股票,由4.4亿股增加到11亿股以上,该所的总市值从1927年的270亿美元,膨胀到1929年10月1日的870亿美元,普通证券的平均价格几乎增长了300%。

③银行、证券交易人员的不规范交易行为助长了证券市场的投机狂潮,对1929年股灾起到了推波助澜的作用。

银行体系在1929年股灾中,有许多不光彩的记录。最大的一笔是银行对证券市场放了巨额的股票抵押贷款,导致了股票市场价格的剧烈波动。银行资助经纪人放出的股票抵押贷款从1927年1月的30亿美元到同年12月的45亿美元,增加到1929年9月30日的85亿美元。大量的投机资金涌入股票市场,对股价的上升起到了关键性的作用;然而,在股价下跌的环境中,以股票为抵押的股民在银行和经纪人的压力下,被迫抛售股票,从而进一步加剧了股票的下跌,把股票价格无以复加地推向深渊。虽然美国联储在1929年2月就已注意到此事的严重性,上调了贴现率,经纪人也把股票抵押额提高到50%以上,但为时以晚,因为那些渴望获取20%以上年收益率的大资本家和大公司都早已把巨额现金存入银行,准备随时加入投机者的队伍;直至经济最后崩溃,股票市场上也不缺乏资金。银行在证券市场上不光彩的行为还包括利用自己的优势进行内幕交易、强制包销证券发行人的股票等。

证券商和证券交易所在当时并无专门的法律进行管制,证券欺诈、内幕交易、操纵市场等不正当交易行为盛行。由于新发行的证券一上市就抢购一空,

股票发行人不论企业好坏、不充分正确地披露信息的例子屡见不鲜。这一方面助长了投机风潮，侵害了投资者的利益，另一方面也削弱了股票的价值基础，使之一触即溃。

④缺乏证券立法和一个适当的证券监管机构来防止证券市场的投机风潮和欺诈行为等不正当交易行为，也是1929年股灾未能得到避免的原因之一。

总之，1929年股灾是多方面原因共同作用的结果。

(3)劫后余波。1929年股灾对美国民众的影响一直持续到四、五十年代。二战后，投资者对股票市场的看法仍普遍悲观、不寄希望于增长；投资以安全为基础，宁愿收取债券的2.5厘的利息，也不愿持有周息可达7厘的工业股。直到50年代，美国投资者因在大萧条中几乎丧失所有，仍然谈股色变，许多人只懂得把多余的资金购买债券。1954年，美国的股市经过自1929年以来的近1/4个世纪的漫长道路，道·琼斯工业指数才首次冲过1929年的高峰。

1929年股灾唯一值得后人庆幸的是：经过反思，美国政府制订了旨在消除证券市场不正当交易和稳定银行体系的一系列法案，建立了对证券业和银行业监管的标准框架。作为"罗斯福新政"的一部分，其影响力已远远超过了那个时代。其中，对证券业方面的立法奠定了证券市场监管的基石，其有效性至今未受到丝毫怀疑，并受到世界各国的纷纷仿效。

在1932年国会举行的几次听证会上，揭露了银行家、交易所、普尔公司老板、投资顾问以及投机家在1929年股灾中的种种丑恶把戏。这直接导致了1933年5月通过的《证券销售法》，根据该法令，发行证券的券商必须把发行的各种详细情况向"联邦贸易委员会"(后改为向新成立的"证券与交易委员会")备案，即使在该委员会批准后，发行人也要对不真实的报告负民事和刑事责任。1933年6月，在《证券销售法》(1936年修订时包括了未上市的证券)。规范了证券交易所的行为，并依照该法成立了"证券交易委员会"，该委员会被授权制订证券交易以及信息披露等的规章制度。1935年通过了"公用事业控股公司法"，以图减少因大的控股公司的倒闭所带来的大批投资者损失的恶果。1940年又通过了《登记和管理投资信托法》，以规范和管理投资基金信托公司的行为。1933年及以后的一系列证券立法构建了现代证券监管体系，至今仍旧被认为在有效地防止证券欺诈等不正当交易、保护小额投资者的利益方面成效卓著。

相比之下，虽然在银行管理方面扩大了联储的职权范围、成立了存款保险公司等措施有利于减少银行的倒闭事件，维护金融业的稳定，然而，对于国会通过的在美国银行制度起关键作用和证券市场有深刻影响的《格拉斯·斯蒂格尔法案》(简称GS法案)，金融界和证券人士却颇有微词。GS法案规定了著名的分业管理原则，即商业银行不得自身或通过证券子公司或联营公司经营证券业务，投资银行不得吸收存款，然而现在却被越来越多的人认为其削弱了美国银行的稳定性和竞争力，认为其制订是基于对1929年股灾原因认识的偏见，并且要求废除该法案、推动银行和证券业的改革的呼声越来越高。支持和反对GS法案的争论在于：

支持者认为：由于证券业的风险较大，商业银行从事证券业务危害了银行稳健经营的原则，是造成大萧条中银行大量倒闭的主要原因；商业银行对其从事证券的子公司或联营体的贷款导致了1929年股票市场的过度投机；商业银行得到的内幕信息而滥用权力，因而必须用"中国墙"(CHINESE—WALL)加以分离；商业银行可以以其地位的优势强制要求证券发行人把承销发行权交给银行的证券子公司或联营体。

反对GS法案的人认为：银行对证券业贷款在1929年股灾成因中的作用被夸大了；银行从事证券业和风险并不大于传统的贷款业务，并没有证据表明有任何一家的银行倒闭是由于这种不正规的信贷导致的，大萧条中的银行倒闭实际上和缺乏一个有效的联储——联邦存款保险公司的银行监管体系严格监管，银行、其证券子公司或联营体在证券市场上的滥用权力的事件将得到有效的控制；银行从事证券业务可以开辟比传统银行业务利润更多的业务领域，有利于增强银行的稳定性和盈利性；由于欧洲等国家长期实行"全能银行体制"，美国的银行业在国际竞争方面已经大大落后。因此，他们认为应取消GS法案，准许银行通过其证券子公司或联营机构从事证券业务。作为90年代美国银行和证券业改革的一面"大旗"，估计对该法的争论仍要继续下去。

2."黑色星期一"——1987年美国股灾

1987年10月19日，西方股票市场掀起轩然大波。美国道·琼斯30种工业股票价格指数大幅下跌，一天之内急跌508.32点，下跌幅度达22.6%，下跌的点数和幅度都创有史以来最高记录，超过了1929年10月28日美国经济大危机前夕创下的一

天之内下跌12.8%的记录。

美国股市大跌引起全球性股票价格下跌。

伦敦《金融时报》100种股票价格指数19日下跌183.70点，跌幅为10.1%，创下了一天内的最大跌幅；瑞士信贷银行股票指数的跌幅为11.3%；联邦德国DAX股票指数下跌3.7%；法国CAC股票价格指数下跌6.1%；荷兰股市下跌7.8%；比利时股票价格指数下跌10.5%。亚洲日本东京日经225种股票价格指数在19日跌620点之后，20日再跌3800点，跌幅分别为2.35%和14.76%。香港恒生股票指数在19日下跌1121点，创下日跌幅33.3%的历史最高记录。新加坡《海峡时报》股票价格指数19日下跌12.15%；澳大利亚股票价格指数19日下跌80.20点，下跌3.74%之后，20日又下跌24.9%；巴西、墨西哥的股市跌幅也在20%以上。

10月19日的全球股市暴跌的幅度之大，波及范围之广均史无前例，震动了世界经济的各个领域。这一天被人们称之为“黑色星期一”。

(1)引发这次股灾的元凶是美国股票市场价格的暴跌。第一，美国经济自1983年以后持续增长，使人们对美国经济发展前景信心膨胀，支持美国股市价格上升速度大大超过经济的实际增长速度，形成脱离经济基础的虚假景气，埋下股价突然下跌的隐患。

美国在60年代奉行凯恩斯的扩张性财政和货币政策，大搞赤字财政，以充实就业和高经济增长率为首要的经济目标，导致进入70年代之后发生高通胀并发经济停滞的“滞胀”型衰退。年通胀率从60年代3%左右上升到70年代8%左右。1980年通胀率高达13.5%，失业率上升到7%。

严重的经济失调，使执行凯恩斯主义经济政策的美国总统卡特在1980年大选中败北。新当选的美国总统里根上台以后，把控制通胀率做为首要的经济问题，摈弃以往的赤字财政，人为刺激需求上升的作法，而采取紧缩的货币政策，严格控制货币发行量，里根的经济政策是以控制货币供应量来控制通胀，以减税政策刺激生产，对付经济停滞。

里根政府控制通胀率的政策在1983年取得效果，美国经济从1983年开始持续8年增长。促使道·琼斯工业股票价格指数从1984年8月底的1224.37点猛升到1987年8月底2662.95点，上升幅度达117.5%。美国股市的上升幅度大大超过了经济的增长，美国经济在1983年至1987年间，年平均增长率为4%左右，而股市价格的上升速度超过经济增长速度的25倍以上，这就为1987年股市暴跌埋下了隐患。

第二，国际游资增长，加剧了股票市场的动荡。

70年代以来，西方国家出现经济“滞胀”，西方各国的赤字财政政策导致货币供应量的增加远远超过经济增长所需要的货币量。这些超量发行的货币，一部分冲击商品市场，引起通货膨胀，物价飞涨，另一部分连同生产中游离出来的闲置资本则进入国际金融市场，促使股市价格上升。特别是自1983年以来，发展中国家出现债务危机，西方国家将资金从发展中国家撤离，以及发展中国家为偿还债务向西方国家支付的巨额本息，引起国际市场资金倒流西方国家，增大了国际金融市场的流动资金。此外，80年代以后，石油价格下降使西方国家生产性资本相对减少，使国际金融市场的闲置资本进一步膨胀。这些资金为了谋取高额利润，大量涌向股票市场。股票市场既是一个投资市场，又是一个投机市场，在80年代这种闲置资本充斥，银行市场利率较低，而人们又因看好美国经济发展前景的情况下，人们纷纷购入股票，预期股票价格将继续上涨。股票市场投机气氛浓厚，促使股票市场价格大大背离了由经济基础所决定的股票实际价格。在经济规律的作用下，股票市场在某一事件下，必须出现强制性的自我调整，以暴跌形式纠正过高的股价。

第三，80年代以来，里根政府实行的减税政策减少了财政收入，而为抑制高通胀率实行的高利率政策则造成美国汇率大幅上升，使美国的出口减少，造成美国政府的巨额财政赤字和贸易逆差。1981年，美国政府抑制通胀率，将贴现率提高到14%的历史高点，商业银行的优惠利率也提高到20%以上。美国的高利率吸引大量资金流入美国，促使美元大幅上升，美元兑马克年平均汇率从1980年1.8177马克上升到1985年2.9411马克，升幅达62%。美元汇率大幅上升，造成美国出口减少，贸易逆差从1983年的671亿美元上升到1987年的1200亿美元。

同时，美国的财政赤字在1986年和1987年分别达到2211亿美元和1480亿美元。从1985年开始，流进美国的外国资产逐渐超过美国在外国的资产，到1987年底，美国对外债务达4000亿美元左右，成为世界头号债务国。

美国的巨额贸易逆差和财政赤字使人们对美国经济前景信心下降，终于使过度膨胀的美国股票市场不堪一击，迅速下滑。

(2)1987年股市暴跌造成的影响。美国股市暴跌引起世界范围内的股市下跌,最先受影响的是股票经纪行和投资银行,进而影响商业银行和其它金融机构。股市价格暴跌使许多股票难以出售,这样股价继续下跌的风险必然由经纪行承担。一些股票抵押贷款发放较多的金融机构也全蒙受损失,出现倒闭现象。至1987年5月,美国银行对经纪行的股票,债券抵押贷款达368.9亿美元。股市暴跌对金融机构有很大影响,往往引起金融市场的动荡。

股市暴跌使工商企业筹资更为困难。股市危机使企业不能从股市直接融资,所需生产资金不得不从银行借贷,增大了企业的筹资成本,使中小企业遭到打击。企业被迫减少投资,从而影响经济增长。

股票价格暴跌使资金从股票市场流向债券市场、贵金属市场,从而引起汇率市场价格的大幅波动,影响到各国经济的发展。

股票价格下跌使股票投资者遭受重大损失,从而使人们消费需求下降,引起商品价格下跌,会影响到发展中国家出口商品的价格和出口收入。

由于股票市场的剧烈波动会引起汇价和商品价格的波动,因而对世界贸易,国际金融市场和资本流动产生巨大影响。从历史上看,1969年至1970年,1973年至1975年间,道·琼斯工业平均股票价格指数出现的两次较大幅度下跌,均引发经济的衰退。1969年和1970年道·琼斯股指分别下降3.%和14.1%,美国经济增长率分别为2.4%和0.3%。1973年和1974年道·琼斯股指分别下降2.9%和18.9%,这两年的美国经济增长率分别为－0.5%和－0.3%。从历史经验看,股票市场价格的波动往往是经济波动的预兆或反映。

(3)1987年股市暴跌后没有引起如1929年股灾后发生的世界经济危机的原因。

①1987年银行系统得到加强,美国金融管理部门吸取了1929年股灾的经验教训,采取了一系列措施,对股市波动可能对经济发生的消极影响进行防范。例如,美国联邦储备局在80年代规定,任何机构个人将银行借款用以购买股票的比重不得超过其借款总额的50%,而在1929年,这一比重则为78%。由于1929年人们可以用大部分银行借款购买股票,因而一旦发生股价暴跌,就会造成借款人难以归还贷款,从而引起金融系统的连锁反应,造成信用危机和金融动荡。而1987年的股票暴跌,则由于人们用自有资金购买股票的比重增长,因而引起信用危机等连锁反应的可能性相对减弱。到1987年5月底,美国股票抵押贷款余额仅占商业银行贷款余额的2.2%,因此没有引起信用危机。

②国家干预加强。1929年美国还没有建立联邦存款保险公司,对银行存款没有实行保险,因此在出现股市暴跌之后,人们由于担心银行受到影响而倒闭,蜂拥到银行挤兑现金,引起银行破产。在1929年出现股市暴跌后,中央银行收紧银根,对本已十分困难的金融机构造成更大的打击。由于流动资金奇缺,造成大量企业和银行倒闭。美国金融管理当局吸取1929年股灾的教训,在1987年股市暴跌后,立即放松银根,向银行系统注入大量资金,商业银行也降低了利率以保证向企业提供充足的流动资金。从而避免了信用危机的发生。同时,由于建立了联邦存款保险公司,人们不必担心由于银行倒闭而血本无归,因此没有发生挤提银行存款的现象,使银行系统保持稳定。

③经济形势较好。1929年10月发生的股价暴跌之所以引起世界经济衰退,其原因是当时的经济已经在走下坡路。美国经济在1929年股灾爆发之前,工业生产已经开始萎缩。1929年7、8、9三个月的生产以15%的速度衰退,因而股票市场的下跌对它下降起到了雪上加霜的作用,触发了世界经济危机。而1987年美国的经济形势仍处于上升态势,7、8、9三个月的工业生产以年率9%的幅度上升,世界其它地区经济情况也不错,这就使1987年的股市暴跌没有引起经济衰退。

(4)1987年股市暴跌中值得借鉴的经验。引起1987年股市暴跌的原因中,国际游资的作用是一个重要因素。80年代以来,由于世界经济和国际金融市场的迅速发展,国际游资的数额迅速增长,成为国际金融领域里不可忽视的力量。国际游资为了争取股票、外汇交易产生的高额利润,在国际金融市场迅速流动,成为一种特殊的牟利资本,带有很大的盲目性,投机性和破坏性。虽然国际游资为各国的生产建设筹资提供了更多的资金,对世界经济的发展起了一定的促进作用。但是如果不注意对国际游资可能带来的风险的防范,就将对世界经济造成危害。

国际游资是指国际金融市场上流动的短期资金,即在银行储蓄、政府债券、商业票据和其他流动性很大的资产方面的投资。据国际货币基金组织统计,在国际金融市场上流动的短期银行储蓄和其它短期证券至少有7.2万亿美元,约等于全世界经济产出的20%。

国际游资产生的原因是离岸金融市场的发展和

国际经济一体化，金融一体化的迅速发展。在当今的世界上，只要打入电话或按一下电钮，就可以把巨额资金从一个金融市场转移到另一个金融市场，为利用游资牟取高额收益准备了条件，加速了资本的流动。经济学家说：“当今，资本正以光的速度流动。”

国际游资的增加表现在以下几个方面：第一，证券市场成交额猛增。1993 年七个工业大国之间的股票和债券的成交额从 1985 年的 2000 亿美元猛增到 7640 亿美元。第二，投资基金迅速增长。这种投资基金利用金融市场上价格的波动获取利润。在美国，这种基金在 1990 年一季度有 3000 个，其总资产达 1400 亿美元。第三，外汇市场交易额猛增，从 1989 年每天的 1200 个增加到 1995 年 6200 亿美元，增加到目前每天的交易额约 10000 亿美元。第四，金融衍生商品市场迅速发展，1994 年全世界期货交易所的交易总额达 14000 亿美元，而 1988 年只有 4820 亿美元。

国际游资的流动对世界经济发展起到促进作用。国际游资往往流向收益较高的地区和国家，促使资本的最有效利用，促使劳动生产力的提高。但是，由于国际游资流动的突然性和盲目性，也对世界经济产生很大的破坏作用。主要表现在以下几个方面：第一，造成一个地区或国家经济的大幅波动。当一国经济高涨时，会吸引大量游资流入，使股票、债券、房地产业的价格飞涨，形成所谓“泡沫经济”，但泡沫经济一旦崩溃，国际游资就会迅速撤出，使该国家经济急剧下滑，甚至造成经济危机。今年年初发生的墨西哥金融危机导致经济危机就是一个例子。第二，国际游资的存在使国际借款更加方便，会使一些国家的政府随意扩大财政赤字，而以国际借款来补偿赤字。给该国经济造成损害，并给国际金融市场带来动荡。美国财政赤字连年增加，导致美元汇率今年出现大幅下跌是一个例子。第三，国际游资迅速地在国际金融市场流动，往往对一国的货币造成巨大压力，引起汇率、利率的波动，对世界贸易经济发展造成损害。

总之，国际游资一方面给各国经济的发展以机遇，另一方面也蕴含著很大的风险。国际游资对各国经济和国际金融市场的冲击越来越引起人们的关注。一些经济学家建议应对国际资本流动制定国际管理规则，防止巨额游资盲目流动对各国经济的冲击。

今年 6 月中旬召开的西方七国首脑会议也提出了防范国际金融市场动荡的议题。并提出要加强国际金融机构对国际经济和金融的监管、协调作用，在加强监管的内容中，对资本市场的监管也是重要的一条。随着世界经济的发展，国际游资必然继续增加，我们在合理利用游资的同时，必须对它的破坏性保持高度警惕，并加强研究对策。

3.“不堪回首”——中国股市第一次暴跌

（1）大市回落，黑市嚣张。1992 年 5 月底的一天，上海证券交易所总经理尉文渊因受一位股民来信的启发，想到搞一个大型集贸市场似的股票交易市场，用以缓解由于证券营业点不足造成众多散户股民挤不进交易跑道的矛盾。他说干就干，6 月 1 日，就在文化广场设起了大型集中交易市场，陆陆续续便有五十多家证券商进场设点营业。由于未安装大屏幕行情显示，市场便以广播形式平均每十分钟广播一次行情，算是因陋就简。开业期间，文化广场只接卖单委托，主要先解决散户抛单难的问题，直到 8 月份，才开始受理买单委托。

在 5 月底的股价暴涨中想到设置这样一个“卖单市场”，曾引起纷纷议论，说这是为了压低股价。不过它后来确实是抛卖大出的地方，几乎占了交易所卖单的三分之一。尉文渊后来接受记者采访时说：“最近股市暴跌，如果没有文化广场，很难想象会不会造成社会问题。”但也不可否认，他当初开辟文化广场集中交易市场正好是在股价狂涨之际，难免没有平抑股价的意思。

果然转身进入 6 月，上海股市高悬的价位就如利剑般劈下，上证指数一口气跌去了近 200 点。随后虽有反弹，但毕竟弱不禁风，旋即滑向了 1100 多点。在 5 月 21—25 日曾经风光盛极的豫园和申华，分别由各自的万元天价和 640 元历史高峰滑下，豫园下了 9000 元关口，申华则在 6 月 3 日跌进了历史低谷，跌破了放价前的 354.3 元，几乎是在探底。

然而总的说来这一次不是暴跌，而是正常的回档，获利者正当回吐。6 月间是上海股市盘整和个股表现的时期。股民们着手调整手中的筹码，或进或吐，进行不同的选择。由于 7 月初将公布上市公司的财务报表，6 月底部分个股开始走高，尤其是几个发行量较小的股票，如申华、爱使、小飞乐等。

6 月 26 日，传闻小飞乐业绩不错，在消息刺激下，小飞乐股价冲上 5 月下旬放价时也未达到的历史新高：305.98 元，随后小飞乐中期报表公布，证实了业绩较优的说法，股价再度上扬，7 月 3 日升至 401 元，7 月 16 日又上升到 415 元，市盈率达创纪录的 257.77 倍。申华则从 6 月初的大跌中迅速回升，1992 年中期财务报表公布后，各项赢利指标均居首

位，令股民大为兴奋，7月6日申华股价如脱缰之马，最高达560元，并以504元收盘，当日涨113.5元，其29.07%的升幅令人惊叹。兴业股也有13%的升幅，加上大飞乐约3%的增长，三只股票将大市拉上，上证指数一度突破1200点，成为继股价放开之后的又一高峰。

不过1200点上并没有站稳，指数在随后的半个月中最低滑落至1014点，差点下破1000点大关。就是在这样的下行通道上，7月24日，上海有了一只异地新股——沈阳金杯，在7月份开始实行的集合竞价开盘中，它以120元开盘，最高涨到177.75元，以164.50元报收。金杯当初以平价发行，每股面值10元，1988年7月在沈阳、北京发售时，备受冷遇，发行期满也只推销了70%。不过4年后金杯的持股人终于惊喜发财，第一天上市即每股赚160元！但由于股票盘子大，加之上海股民对它不熟悉，在上海的散户交易所文化广场，聚集观望的散户股民很少去买。而大户室里的大户则把177.75元视为金杯的天价，不敢贸然入市。

金杯股在以后的日子里表现不佳，由于等候了四年的原始股持股人在16倍的厚利诱惑下争相抛股变现，使金杯股价随后下挫，至7月31日，股价回落到上市开盘价的水平。

有人曾指望金杯令疲惫凄迷的上海股市转暖，带动大势向上，因为市场上可炒作的似乎只有金杯，但是金杯大负众望，即使有些大户在121元上大笔接盘，所换来的也只是“套牢”，以后金杯每况愈下，跌破120元后再也没有上来过。

1992年6、7月份上海股市的发行市场闹得沸沸扬扬，92新股认购证黑市交易已进入疯狂状态。

随着3月和6月一共三次认购证摇签结果的公布，认购证的身价步步增高，3000元100张的白板连号认购证由开初的5、6万元黑市价急涨到7月份的16万元、25万元、40万元！

炒证的人常常聚集在证券公司的营业部外，打探消息，讨价还价。上海最大的证券公司最大的营业部——万国证券公司黄浦营业部的所在地，乃是最大的认购证黑市交易场所之一。只是来这里交易的大多为散户股民，交易的认购证也多是零散证，很少有超过100张的，自然，其价值也要低得多。据了解，一些不法之徒也常混迹其中，抢劫、诈骗、伪造认购证的案件时有发生，因转让认购证而产生的民事纠纷更是不断出现。然而，这丝毫没有减弱黑市交易的猖獗势头。

更令人惊讶的是，认购证黑市不仅大行其道，还有大户们认同的“认购证交易所”。这个“交易所”就在万国证券公司黄浦营业部东侧的皇宫海鲜酒家内。

皇宫海鲜酒家是个中档餐厅，有40张圆桌的大厅和套间，“交易所”交易高峰时所有的座位座无虚席，推开门进去，只见厅内热气腾腾，人声嘈杂，烟酒汗味蒸腾在一起，仿佛是一个港台警匪片中的黑道汇聚的场所。座位上神态庄重的壮汉中，间或有一、二神态傲然的鲜亮女子。几乎每张桌上都有“大哥大”，细看桌面下还有一只手攥着鼓囊囊的黑包。在桌子间来回穿梭的七、八个男子便是“黄牛”。他们所干的有点类似交易所场内的黄马甲中介人。大户们在自己相对固定的席位上饮酒吃茶。他们是讲身份的，通常不会“放下面子”与其它席位直接交易。“黄牛”在其间穿梭，赚取零头或差价，少则50元，多则5000元也不为怪。

大户炒证均以一本（100张）计算价格或根据中签结果连号的组合。皇宫“交易所”炒量最大、占用资金最多的是“白板”单号连证，一般中签的散证大户们不屑于炒，大多让给皇宫酒家外面的“场外市场”去做。这里兴旺时每天的成交额可达3000万元，有的人一天的成交额即达200万元。

有人做过推算，100张连号认购证三次摇号的总中签率为71%，每张认购证可购买平均溢价4倍的原始股。以当时二级市场上股票市价平均20倍于面值计算，71张认购证购得原始股2100股。一旦挂牌上市，总市值可达40万元以上。购买原始股所需投资84000元，即使花30万元买这100张连号认购证仍可净赚1万多元，这还没有算进第四次摇签的中签率。根据这个行情，此时的百张连号认购证总值已超过30万元。在这里，曾经出现过40万元的价格，照此价格看，年初30元一张的认购证已摇身一变为4000元一张。

由于认购证可以直接买到原始股，可以避免在二级市场买卖股票的风险，加之一级市场与二级市场股票的价差相当大，即使溢价也有很大的差距，所以自然有人乐此不疲地炒作。当初谁也没料到邓小平南巡一趟会让上海有这么大的股票发售额，更没有料到的是仅仅三次摇号，总中签率就达71%！这就引发了派生的问题：一方面许多工薪阶层买证中签后没有后续资金全部购买股票，他们不得不出让一部分股票认购证，另一方面，大量一度不看好认购证和外地赴沪买原始股的人这时都需要认购证，于

是愿打愿挨，自然形成市场。

实际上，那些在“交易所”和“场外交易”中买卖认购证的人却并不想买股票，他们从中买卖，所图的是其中的差价。由于认购证黑市价时常受消息影响而大起大落，这无疑给炒作者增添了投机机会，如 7 月 5 日某报称认购证今年继续有效，这意味着该认购证在某种变通的形式下还有一次中签机会，于是白板连号证由 6 万元暴升至 16 万元，但两日后此报又登出相反的消息，令价格又暴跌至 2 万多元。这正合炒证大户的意，一起一落，有的大户赚得差价 40 多万元。

“没有缺点的发行方式是不存在的。”上海市人民银行有关负责人在接受记者采访时如是说。他回忆了过去直接发行原始股的弊端，解释了认购证的优越处。据了解，深圳、沈阳、厦门等城市也采取发行认购证的形式，尽管也出现过黑市交易和混乱情况，但在 1992 年，它们为最公平、最合理、最流行的形式。

（2）三日狂泻，哀鸿遍野。1992 年 8 月初，上海股市的二级市场熊型显露，股民的信心岌岌可危。8 月 3～7 日的 5 个交易日，上证指数由周一的 1072.48 点平平地滑到周末的 1005.95 点，最低滑到过 1002.87 点，险些下破 1000 点大关，令股民们捏着一把汗。

关于上海股市 1992 年 8 月 10 日至 12 日的这三天，不同的人有不同的描述方式，所作的解释也不同，但无论怎样，这三天是令多数股民刻骨铭心的。

8 月 9 日，也就是星期天，《新闻报》载出上海市体改委副主任蒋铁柱的话：“最近上海 15 种股票的平均价格是面值的数十倍，若在此时，我们抛售一部分股，就能赚进数十倍的现金，对于平抑目前过高的股价也有积极作用。”周一，也即 8 月 10 日，《上海证券》报又刊登当日将举行第 4 次认购证摇号的消息。上午开盘后，股价即以排山倒海之势连续三天狂泻。

8 月 10 日，上证指数悄然跳过 1000 点这一警戒线，收在 964 点。第二日，也就是 8 月 11 日，有人解释说，一方面受深圳新股认购骚乱等利空状况影响，另一方面由于心理防线被突破后失落感陡然降临，使市场操作失去方寸，以最为炙手的申华股开始被大量抛出为标志，全盘下跌的场面出现了。的确，“8.12”暴跌前夕，几个最具影响的大户一致把 8 月 10 日开市后申华股是否下跌作为指标，如果跌，他们就全抛。果然，申华刚显跌势，大户们便争先恐后地抛货，从而成为“8.12”崩盘的一股重大催化力量。

于是有人说，7 月份是暗酿契机的一个月，8 月份则把契机变成了现实。

8 月 11 日这一天，随申华股抛单狂出，大户顿时撒腿就跑，散户们闻风紧追其后，无论是“联合舰队”还是散兵游勇，统统加入到空头行列。兵败如山倒，仅此一天，指数就下跌了 100 多点，市值损失 28 亿元。12 日，前日未及出逃的人拼命夺路奔命，强大的抛压如秋风扫落叶一样，席卷每一只股票，当天的股票平均跌幅达 11.21%，其中最大跌幅者为凤凰股，跌去 21.9%。

这三天上证指数暴跌 400 余点，16 只上市 A 股平均下跌 27%，龙头股电真空最高跌价 1000 多元，实力股金杯最低成交价 61.5 元，几乎比开盘价 120 元锐减一半，爱使、申华、兴业、小飞乐四小龙已变成谈之色变的瘟蛇。

这三天，上海股民断臂吐血，有的亏尽半生血汗，有的债台高筑惶惶不可终日，有的百万富翁转眼间一贫如洗，重新沦为赤贫。

三天内有大量的抛单出自文化广场，各证券商每日接的抛单额一般在 50～100 万元之间，申银公司的一个台面每日接抛单金额竟达 2000 万元。散户的恐慌由此可见一斑。文化广场一阿婆述说，她所投入的 7 万元还剩 2 万元，而这还是邻居几家合伙凑的，这下如何是好。

不过这三天亏得最惨的还是一些大户。某个体老板净亏 120 万元，听说知情者都不敢去他开的饭馆用餐。三日暴跌“消灭”了许多大户，他们一些人把这两年炒股的暴利交回市场，另一些人却是把在黑市上巨额购进的认购证套在手里。暴跌之后，二十几只股票的中签认购证已从平均每张 4000 元的价格跌至 800 元左右。

股市暴跌、股民躁动，一张张冒着热气的赤红脸均显激愤，他们议论最多怨气最大的主要是：发行市场的冲击，几个月内上海突击批准近 50 家企业股份化，发行股票没有顾及交易市场的承受能力，而且溢价增高，使企业从发行市场吸走大量资金。认购证黑市交易猖獗，使多数凭认购证买新股的人已付出 10 倍于面值的价钱，致使新股一上市，持新股者见利就抛。认购证四次摇号时间安排不当，相隔太近，令很多股民抛老股买新股，大量资金从交易市场抽走。其次是法人股即将上市的压力和法人股暗中流通。上海法人股的盘子大概是个人股的 2 倍，如果推进市场，整个市场势必大幅下跌。

这几日，上海新闻界出奇地沉默，只在晚报和解

放日报有两块小文章，作"客观报道"，评论也不关痛痒。

8月12日大跌中，一些可以自营的证券机构受"令"进场托盘，起到了一些作用，使股市止跌回稳。8月14日（周五），上证指数报收858.98点，比最低时的580点高出279.98点。下一周出现了几天反弹，8月17日收市时指数升至940点，反弹幅度达20.30%。然而好景不长，市场终于没有能恢复原有的人气，再度顺势下滑，到8月25日，指数为850点，跌势一直到月末，最后收市指数为823点，比7月份降低249点，跌幅23.23%。

早在7月底就有人呼吁机构托盘，当时的上证指数还在1000点以上。当市场上传闻十大机构将在8月10日入市托盘时，股民和股评家无不欢心鼓舞，拍手叫好。有人称"允许机构自营，股市可望有所回暖。"然而事实却与愿违，机构的所为有其自身利益，不可能照人们一厢情愿的那样去舍身托盘。

上海某证券公司顾问后来谈及此事时说："8月5日左右，就开会通知，机构可以入市，做股票的自营，后来又增加了两家外地公司。但我们是独立核算自负盈亏的，面对这样的市场条件，怎敢冒托盘亏损的风险？8月10日上午，我们证券公司虽然按要求吃进了一点，但根本无济于事。"

一位"红背心"姑娘说："早些时候机构就试图托盘了，但没有成功。这些机构流露出这种想法：与其不死不活托不上去，还不如按市场规律行事，加速股价回复，到它所能承受的支撑点上去。"

实际上，8月10日下午的电脑终端显示屏幕清楚地表明：一些机构和大户完全控制着跑道，一整版一整版地抛，而吃进的都是十几股的散户，给人的印象恰恰是机构做空。

许多参与自营的机构在那股崩的三天里，实际上早已通过相互讨论摸底，取得了一致的意见，虽然不能说是"联手操作"，却几乎是在同一时间不约而同地将自有的一部分股票抛向市场。其间虽曾有过反弹，当场外不少人以为机构托盘，随手跟进时，不料紧随而来的却是更大规模的抛卖。至此，信息才开始在广大中、小散户的柜台交易中传布开来。于是，大户跟着机构，中小散户跟着大户，形成了一股无法阻挡的抛风。经过三天的狂泻之后，当上证指数在590点之际，这个指数正好是5月中旬股价放开前的指标，也是证券公司所能承受的最大跌幅，这时候才有个别公司开始吸纳，大量补进。如此，股市再一次循着大户跟机构，散户跟大户的序列操练一遍。

这就是机构托盘的结果。

对于一些管理者来说，机构成了调控股市的便利工具，当股市处于熊市时，允许机构入市以托市，而当股市牛气冲天，股价大涨时，再限制机构入市，以此来平抑股价。可是机构在"行政命令"下至多做一下姿态，不可能逆大市而为。更何况证券机构本来就是以赢利为目的的法人企业，当机构利益出现时，它会不惜进行更大、更无情的投机，逆管理者之意而为之。上海股市如此，深圳股市同样如此。1992年如此，以后仍会如此。

（3）不甘心，终无奈。自5月下旬以来，上海股市以高速度、高效率的方式发行34家公司的股票，并于6月底完成了全部验收交款工作。发行总额达55.98亿元，其中向社会法人招股5.2亿元，向个人招股3.96亿元，7月底发行市场又开始摇号招股，继续发行8亿元的股票。截止年底，共摇号9次，发行新股53种。

1992年1～9月，上海二级市场先后有23种新股上市，连同老股共31种。其中A股22种、B股9种，发行总额（面值）28.21亿元，为1991年底2.72亿元的10.37倍。邓小平南巡讲话精神的鼓舞，令上海股市猴年大进一步。

在经历了一个闷热、躁动不安的夏季之后，上海股市渐渐褪去了大起大落、大喜大悲的疯狂，曾经冲高1420.79点的上证综合指数又退回到600点上，几乎同5月下旬放价前的水平相当。猖獗一时的黑市认购证交易也在8月中旬的股价暴跌中一落千丈，黯淡无光。异地股民纷纷打道回府、就地操作，正如一位北京股民所言："每月七八千元的住宿费不说，还根本听不懂上海人的吴侬软语，消息来源太少，在交易市场里容易感染周围人的情绪，而坐在北京只要看行情就行了，可以更理智一些。"

进入9月，股市凄迷依旧。9月9日大盘一度悄然滑向600点支撑线，不禁让上海股民大惊失色，就连北京、深圳等异地股民也受惊不小。数只股票再创新低，真空电子跌进1000元，延中已与放开价前持平，申华与爱使下破300元坚守线，2天内指数跌去113点。

在此情况下，伺机已久的炒手终于乘机进场吸纳，令买盘大增。恰在此时丰华新股上市，以141元价格开盘后乘势上行，当日即稳在160～170元之间，换手率达40%。由于"榜样的力量"，丰华股先乘势再带势，牵动了大势有力反弹。无奈周五上交所电脑系统出现较大技术故障，成交不易，大势反弹受

阻。

其实,《上海证券报》早在9月7日就在股市周评末尾不事声张地透露了“新股暂缓上市”的消息,但直到9月10日才被疑神疑鬼的上海股民确认为“利好”。9月11日《解放日报》头版刊登沪港证券行家在户座谈“建议有关部门保护股民投资热情,支持股市健康成长”的报道,也被理解为官方性质的“利好”消息。于是,在9月份余下的日子,上证指数大多数时候维持在700点以上,直到9月30日才滑过700点,以689.21点报收。

党的“十四大”即将于10月12日召开,上海的新闻界评论“上海股市突飞猛进”,一改以往宣称“股市过热”的论调。报纸还称赞华夏、国泰、南方三大证券公司的建立,说这将对股价起到杠杆调节作用,给股民们带来“沪市将有托盘资金注入”的希望。但是国庆节后的一周里,上海股市反应平平,据调查,入市者多为散户,大户多半已经拔脚离开硝烟弥漫的大户室。上证指数徘徊在650～680点之间,10月7日一度跌至648点。

然而,当“十四大”如期召开时,股市果真着实冲了一下。10月12日一开盘,股价直线上升,上证指数强劲反弹30.29点,升幅达4.19%,当天在交易高峰时曾达713.77点,创下久未谋面的新高。市场一片喜气洋洋,新华社、中央电视台及地方报刊,均在显著位置以要闻形式作了报道。

可是好景如昙花一现,紧跟着13日、14日、15日,便一路下跌,16日仅上浮1点,以664.75点报收。一周总共跌去27点,大约与12日升幅持平。尽管周内《上海证券报》还有三条利好消息,一是年内只上6家新股;二是上市公司利润总额较去年大有增长,股份制企业税率调低;三是异地交易发展快速。然而这对股民来说似乎都是“远水不解近渴”,他们更加迫切的是解套变现,因而即使新股联华上市,也一反以往新股带升大势的常态,急急下挫。市场重新陷入低迷的状态。

随着“十四大”闭幕,年内的重大利好利坏消息似乎已经出尽,上交所使尽浑身解数稳定市场,功夫甚至已做到了如何进行新股上市的集合竞价上,而股民经历几个月来的摔跌,对技术分析派寻寻觅觅的“支撑线”、“心理线”已然熟视无睹,对熊市已经习惯,浮躁之气渐褪,所以在10月19～23日这一周,当“600点支撑”无声而破时,上海股市波澜不惊,各方面均冷眼静观,处之泰然。

这时市场上响亮地喊出“多头不死,熊市不止”的行话。分析家们指出:中央银行紧缩银根,上海股市正在扩大,第四批抽签号码即将缴款,市场将再抽去3.4亿元资金,机构入市只是空头支票一张,想入市的早已入市,不想入市的还在观望,而股价一出现暴跌,大户散户和股市炒手入市吸筹,目的并非做长线,只是为了做短线,其结果自然是逼低杀涨。绩优股、蓝筹股仍居高不下,说明股市仍未见底。

而在持“波浪理论”的分析家看来,10月19～23日600点失守,上证指数收在559.73点,周内暴跌105.02点,乃是8月份以来的第2次暴跌,按上升5波,下降3波的理论看,还应出现第3次暴跌,唯在那以后,上海股市才有真正的转机。

1992年10月25日,国务院证券委员会成立,朱镕基兼任主任,刘鸿儒任副主任,同时成立中国证券监督管理委员会,刘鸿儒兼任主席。原来的国务院证券管理办公会议相应撤消。从此,中国的证券管理有了一个专门化、规范化的最高权力机构。

上海证券交易所也在交易市场的建设上大有进展,迄至10月中旬,已在15个省市开通异地交易,近期还有20个省市的电脑网络也将开通。一来便于异地股民的交易,二来也吸引了不少入市资金,使上海股市迅速成为一个全国性的股票交易市场。

10月26日星期一,上海参加第4批摇号的7家募股公司开始办理认股缴款手续。就在这一天,股市骤然大跌。各股平均跌幅都在10%,上证指数下挫52.79点,报收506.94点,离下破500点关仅有咫尺之距。次日,也即27日,500点线也一触即破,收市为450点,又创新低。

看来金秋十月,上海股市积重难返,收获的不是硕果,而是一片萧瑟,一地败叶,虽屡有机构托市,却屡破支撑,多方屡战屡退。尽管宏观经济仍在景气运行,企业的利润增长也颇为良好,但是支撑股市的两大因素——资金和信心还是处在低潮,几经打击之后,面临进一步的溃退。

中国股市究竟有多少资金支持?署名林海发生1992年11月1日《证券周刊》上的文章指出:目前居民储蓄存款估计为一万亿元。但一经分类分析,可用于投资的仅为3600亿元,占储蓄总额的三分之一略高。再一步分析:由于地理、信息不便进入沪深股市原因,房地产热、各类债券吸纳资金的原因,个体户投资原有经营的原因,等等。结果3600亿资金可以进入股市的,只占四分之一到三分之一,即900—1200亿元之间。结论是,目前能支持股市的资金不是一万亿元,而只是一千亿元。

“江总书记视察股市来啦！”

1992 年 11 月开市的第 1 天(11 月 2 日)，上海股市开盘即下跌。下午有机构受命于上交所托盘，上证指数以 477.61 点报收，较前交易日下挫 29.64 点。

尽管多方沿下跌路线一路丢盔卸甲，而未及时解套的人还是很多。11 月 9 日，第二周星期一，人们期待《上海证券报》出点利好消息，终至失望，而随后氯碱即将上市的消息又是一个利空打击，因此在此两日，指数不仅以 50 点的跌幅跌破 450 点，而且还曾探至 400 点以下。

13 日氯碱新股上市，开盘价 53.53 元，居然在发行价 54 元以下，最低下至 52 元。此现象一举打破了“原始股必定赚钱”的神话。氯碱不大光彩的开头给紧随其后上市的冰箱压缩和联农新股罩上了一层阴云，并引动大市下挫 399 点和 393 点。后者为熊市以来的最低点。

这时候，在少数入市的机构中，尤以上海财政证券公司的表现令人惊异。它持续不断地、顽强地大量“吃”进。这家以往丝毫不引人注意的证券商果真有众人皆醉我独醒和绝对高超的超前判断水平？

从 11 月 2 日到 23 日的 20 天内，沪市仍然低迷不醒，熊气甚浓。上证指数一直在 400 点附近踯躅，交投渐淡，沉闷散慢。

直到 11 月 24 日之后，人们回过头看，才知道底在何方，才发现何时为黎明前的黑暗。

若以 5 月 25 日的上证综合指数来比较，11 月 20 日的 401.44 点已在 1420.79 点的高峰后跌去了 1019.35 点，仅看大数也相差 1000 点，因此，从局外人看，谁醉谁醒是一目了然的。上海财政证券公司事后将让那些迷失在熊市悲观失望中的人警醒——事实上，90%的股民也只是在事后才突然“醒悟”的。

这一回又有点类似 1990 年 7 月，是深圳人从远处“发现”了上海股市“暗机”：400 点。跌破 400 点是某种信号和指标，而上海股民从 9 月以来就开始习惯了“破关”：600 点破、500 点破、450 点破，于是破 400 点也不觉稀奇。一跌再跌几乎把上海股民跌麻木了，以至见跌不惊。

于是深圳人来了。1992 年 11 月 16～23 日间，大批深圳资金大户转移投资方向，携巨额资金挥师北上，着手大规模“铺底”工作。与此同时，又出现了两条利好消息来配合，一是真空、爱使、申华将拆细为每股面值 1 元，二是江总书记将在证监会主席陪同下来上海考察。上海股市转机的爆发点终于出现了。

11 月 23 日三只将拆细的老股真空、小飞乐、申华与新股联农、冰箱压缩上涨，带动大市启动，升 8.97 点，收盘 410.29 点。此时深圳股市跌势不改，深市指数收在 164.8 点。

11 月 24 日，沪市买盘增加，机构吸货力量加强，将上证指数推上 440.64 点，涨 29.55 点。

11 月 25 日，沪市买风乍起，市场买单骤然如雪片飞来，上海股民的“聚众性”显示出强大威力，文化广场散户跟风追高如拼命一般，收市时每个台柜都还积压着厚厚的买单。当日指数报收 571.83 点，较前日净升 131.59 点，涨幅均在 30%以上。有人惊呼：“上海股市疯了。”

这次突破的爆发力之强、波幅之陡，大大出乎人们的预料，并在很大程度上开始扭转以“熊”为主导的形势，11 月 30 日，上证指数以 724 点收市，为当日最高值，比 10 月底的 507 点上升了 42.8%。

从 1992 年 12 月开始，上海证券交易所在股票交易的操作改进上更趋规范，如决定实施股票整数交易，每 100 元面额为一个交易单位，即“一手”为交易起点，到 12 月 10 日，上海股市除冰箱股外，全部拆细为 1 元面值股票。此举使成交量剧增。当日成交 2274 万股，而过去至多几百万股。由此，又对上交所的电脑系统提出了更高的要求。好在上交所已有准备，12 月 14 日，上交所新的电脑系统测试完成，1200 个用户同时使用，每个终端 4 秒就可输入一笔委托，交易处理能力每秒达 300 笔委托，其配对速度提高了 10 倍。此外，为让世界各地股民瞬间可知上海股市行情，上海证交所也与路透社 IDN 国际高速网络联通，通过该网络向全世界发送股市行情。

随着上海更多的证券商机构如雨后春笋般的出现，上海集贸市场似的文化广场交易点已失去实际意义，故决定将在 12 月 23 日后予以撤销，大型集中的散户市场将彻底完成其历史使命。

1992 年 12 月的上海股市已在 700 点上站稳，偶然冲上 800 点便回落，偶尔下破 700 点便回升。其间最大的利好消息即送配股，而这要明年 3、4 月才兑现，最大利空是怕机构、大户做空，害怕再现恐慌性抛售。好在好消息坏消息都消化在 700 点内，1992 年最后一个月的上海股市再没有上演暴起暴落的悲喜剧。

12 月 31 日，上证指数收于 780.40 点，以上扬之势告慰猴年股市一个满意的“除夕日”。

4.1990 年台湾股市惊涛骇浪

台湾股票市场的发展，可从台湾证券交易所于1962年成立作为界限，此之前属于无组织的店头交易市场时期，以后则为集中交易市场时期。店头市场时期，市场运作主要由证券经纪商负责，券商的良莠不齐自然导致了市场交易秩序的混乱，整个股市也因此曾沦为恶赌市场而盛渐衰。自1962年2月台湾证券交易所正式营业后，店头市场被关闭，1968年4月，《证券交易法》颁布实施，其后台湾当局又陆续制订各项实施细则和补充规定，至此，台湾股票市场初具规模。在其30余年的发展历史中，后10年的发展速度较快，但与台湾高速度经济增长相比较，股市的发展状况不能令人满意，其典型特征是投机风盛，股指的波幅和波频都太高，令世界上任何股票市场都难望其项背。虽然投机是证券市场中不可或缺的润滑剂，但凡事都有个度，超过了限度就改变了事物存在的作用。

(1)“黑色星期一”仅是小巫。台湾股市从80年代中期进入长多行情，加权指数由1985年7月30日的636点上升到1987年7月的1604点，1987年10月“黑色星期一”来临之前，指数已升到4000多点令人咋舌的水平。股价持续上涨，入市就能赚钱的表象诱使大批投资新军不断涌入，1985年股市开户数为40万，1987年9月底即猛增了58.3万元。1987年10月19日指数从4673点开始下跌，到12月28日跌至2297点，下跌50%左右。而“黑色星期一”的发源地美国道·琼斯工业平均指数在这段时期内不过跌了22%左右，就被美国人一惊一咋地称为“狂泻”，让美国财长和联储委员会主席忙得团团转。国外股市观察家以为这次暴跌会使台湾股市投资变得冷静理智一些了，按常理的确应该如此，“一朝被蛇咬，三年怕草绳”嘛，但且慢，中华民族的忍耐力和爆发力，哪里是一般人所能想象到的。

(2)大空头市场序曲。暴跌的阴影还未散去，1988年元月股价便开始从低谷向上攀升，6月4日突破了历史高峰4673点，仅该月一个月台湾就新增股民30.8万户。新的人气带来新的资金，形成了新的人潮和钱潮。这些投资新军似乎忘却了去年末3个月内股价下跌50%的惨痛历史。

当然，1988年台湾股价上涨也有一定客观依据，因为当年台湾地产价格普遍上扬，使得上市公司在正常的经营业绩和盈利均未有突破性增长的情况下，股价获得了支撑，再加上当时市场预期股指将直奔10000点，投机气氛浓厚，以至于1989年整年台湾股指在8000点左右徘徊，也为以后股市中的惊涛骇浪拉开了序幕。

(3)多头在熊市中的挣扎。1989年11月到1990年2月，多头虽然余势犹存，股价平均指数频频越过万点，到了2月12日急速攀升至12682.42点的历史高峰，但毕竟强弩之末，其势不能穿鲁缟，自此以后，股价一路下滑，虽然每日有7%的涨跌停板限制波幅，但到1990年10月12日短短八个月间股价指数一度低落至2482.25点，跌去10200点，跌幅达80.4%，又创下当时一项世界纪录。那么这段痛苦的历史台湾股民是怎样体验的呢?

首先让我们看一下当时股价的关键走势:1988年11月为7400余点，1989年第一季度为7600点，1989年年中为7800点，1989年年底为8100点。这四点在指数大势图上连成阻止台湾股市下跌的“马其诺防线”。此防线在1990年5月被空头彻底击破，该月份有4个交易日每日跌幅为6%，台湾股市自此可以说是为长多市场划上了句号。资金离开股市是股价下跌的直接原因，台湾当局自1990年4月26日开始，执行货币供给负增长的货币政策。我们知道，货币需求主要有两个方面构成，即商品交换所需的交易需求和对应于各种金融资产的投机需求，前者在一般情况下比较稳定，而后者对货币政策的反应非常灵敏，货币政策的松紧直接导致货币投机需求大与小。所以台湾当局一采取货币供给负增长的政策就立即导致股市贫血。其次让我们来看看熊市中的几次反弹，从中可以了解一下台湾股市中政策、消息、技术以及机构主力在救市中与自救方面所扮演的角色。

(4)第一波反弹。熊市中也能赚钱，基本的手法就是对持有的筹码实施先高价出后低价进的“拨档子”操作并随时抢反弹。以1990年这一段长期形成的头部开始的大跌势来说，第一次反弹由5月26日的5822点至6月2日的8007点，一周内反弹幅度为27.5%。5月24日收盘后传出几个机构主力合力吃进5亿多元股票，这是筹码有归属的先声，25日收盘后再度传出京华证券公司自营买进1.6亿元股票的消息。尽管台湾股市自营机构的进出金额占总成交值大约不到5%，但对人气的影响却异常大。

政府对股市也不漠然视之了。5月29日台湾《工商时报》头条新闻赫然在目:货币紧缩政策即将改变更张。5月30日《经济日报》头条再次利好，中央银行即日起取消票券回存，至年底估计释放出3000亿资金。

美国方面又传来华尔街股市前一天收盘涨49.

57 点,创 2870 点新高。筹码有归属,官方也关心股价,再加上大跌之后应有的回档,这些因素足以扭转人心。这种强劲反弹直到机构所持筹码获利吐出后,多方才丢盔弃甲,吃亏的自然是散户。

(5)第二波反弹。这次行情由 1990 年 7 月 5 日开始至 8 月初伊拉克入侵科威特时止。6 月 30 日某机构主力已在搜罗台塑公司的筹码,7 月初跌势未止,但台塑股已显示其底部在垫高,该动态一被市场摸出人人即由空转多。7 月 10 日和 11 日台湾股市因买盘汹涌大涨 300 点,而 11 日收盘又打下 332 点,其中投机心度可见一斑。

凑巧这时利多消息频频传来,财政部开始呼吁企业家买股票,某权威财经咨询部门发表言论认为股市底部已经到来,欧美券商大量回补台湾域外基金,银行间拆放利率跌破下限等。股市在筹码有定所,各方消息也利多的情况下,当然又是涨声响起。然而紧接着海湾危机严重,全球为之震撼,自 8 月 2 日伊拉克出兵占领科威特后,台湾股市由 5800 点跌到 8 月中旬的 3000 点左右,不少券商倒闭,多头再次而逃。

(6)第三波反弹。8 月 18 日起,长荣股、亚东集团股、台塑股、南亚股等表现不凡,出现较大买手,大势一波一波被点燃,多头此时顾不得中东战火未熄,技术面一好立刻抢回失去的空间再说。这一程反弹,恰值中东战争有以和谈结束的可能、国外股市上涨、金价油价回跌、台湾银行决定调低款利率等利多的消息结束传来。

这一反弹行情在空头力量强大的情况下最终滑向 10 月 12 日的最低点 2482.25 点,成为海湾危机发生后跌幅全球第一的股市。

筹码先有归属,随之消息面转佳,才足以在空头市场造成反弹,以上三波反弹几乎都沿着这样的定式在走。

值得一提的是从 1990 年 2 月至 10 月的熊市中,台湾政府稳定股价的措施纷纷出台,其中包括中小企业解困政策、存放款利率调低、制定劳工退休基金计划、让合格的证券商经营融资债券、准许外国人机构直接入市购买国内股票等,此外还宣布核准四家证券投资信托公司募集基金,每家 50 亿元,即所谓基金入市,这是根据健全台湾股市,提高法人持股比例这个原则而采取的一项措施。虽然上述措施在短期内对挽救命运未起多大的作用,但从长期来看对股市建设还是起到了积极的效果。

(7)多空搏杀,走向整理。台湾股市到 1990 年 10 月总算探到了底部,在此之前的三次反弹是每弹一次就加深一次底部,弄得股民对股市几乎失去了信心。但市场就是这样奇怪,当大家都对股市敬而远之之际,涨势偏偏开始了。

10 月中旬股指走了一个 W 底,日成交量只有股指最高的 10%不到,发行股票的融资余额仅在 120 亿(6 月中旬曾高达 496 亿);反之发行债券的融资余额则达空前的 35 万张以上。日成交量及融资资金余额的低水平说明筹码大都已有了归属,而高额的融资券代表散户手中的股票奇少,这是以往买盘补足的劲道来由。

短期 W 底过后股价终于启动了。华隆集团股处自伊拉克入侵科威特后股价一跌下跌,此时却护盘有力,反空为多,霖园集团旗下的国建股一马当先,在反弹波中带领绩优股冲锋陷阵,涨幅跑第一。

这次行情的启动最重要的原因也是利好消息频频传来。美国总统布什 10 月底宣布 11 月 22 日将赴沙特阿拉伯与美军共度感恩节,给台股主力吃了一颗定心丸。同时台湾经济景气指标又见好转,10 月份出口额较去年同期增加了 9%,11 月份的出口增加预计在两位数以上。贸易顺差较去年导致新台币的升值,几天之中台湾中央银行为维持美国汇率稳定而释放出的在外汇市场上购买美元的新台币起码在 400—500 亿元以上。中央银行在 10 月初放宽退票注销期限为一个月的措施,以及放宽选择性信用管制,取消银行间每日超额准备千亿元的作法等,都是空头市场以来难得一见的。财政部也在中央银行之后连放利多消息,10 月 18 日允许证券商的 370 亿自有资金投入股市,22 日又通过外资进入台湾股市的实施办法。基本面显著转好的同时金融客观环境又促进货币市场利率及银行间拆款利率达许久不见的 5%的低水平。美伊战事暂时平静,岛内又连连利多,台湾股市指数在绩优股的带领下连冲涨停板,于是从 10 月 12 日至 11 月 24 日 35 个交易日里,台湾股价加权指数足足涨了一倍,从此步入 5000 点左右的拉锯盘整期,虽然其中也有震幅 10%左右的剧烈投机行情,但力度日趋降低,到了 1991 年 4 月,多空双方在 6000 点左右达成妥协,至此,台湾股市日趋平稳,显示出其成熟发展的轨迹。

(8)风波启示录。1990 年间股市的暴跌暴涨强烈地显示出台湾股市的诸多缺陷,笔者拟定从以下几方面来分析:

①市场游资充裕,与上市公司规模过小形成矛盾。台湾自 1961 年至 1972 年创造经济奇迹后,实行

出口扩张战略，外贸顺差逐年扩大，加上美元不断贬值，国际热线大量涌入台湾，使其外汇储备扶摇直上，国民储蓄达30%以上，但投资率却偏低，只有20%左右。两者的缺口说明有相当大一部分资金没有归属易成为游资。台湾股票市场的存在对于筹集资金、提高金融体系的竞争性与效率以及促进所有权的转移和分散化方面起了一定的积极作用，但由于上市公司仅有199家，为游资的炒作提供了很大的空间。

②投资者构成中散户比例过大。一个成熟的股票市场，一般应以机构投资者为主，这样市场才易于保持稳定，因为机构投资者大多侧重于长期投资，操作知识丰富，且资本雄厚，便于实行组合投资、不易随波逐流。与此相对的股民称为散户。在日本，散户的交易额仅为25%，美国为30%，而台湾每日数百上千亿台币成交值中，散户的贡献竟达95%，被称之为“蚂蚁雄兵”。由于散户对公司的实际经营状况大多一知半解，交易知识比较贫乏。常常是人云亦云，盲目买卖，心理变化剧烈，易被人为因素操纵。成交量不到5%的机构投资者的行为对散户造成很大影响，所以大盘易于出现极端走势。众多的散户是台湾股市动荡不安的一个重要因素。

③赌性技术和心理占据股市。这一特点与散户涉足股市的动机相辅相成。所谓投资价值，基本分析等重要概念在台湾股市中的地位仅存在于行情启动或结束时，作为主力做市的借口。台湾股市中最重要的指标是筹码的供需，资金流向以及有无主力介入而已，技术分析强调的量价关系，线路走势正是记录这些重点的主要工具，象流传大陆的钱龙软件。在技术挂帅的股市中大部分人便采取顺势而为的手法投机。追涨杀跌，股价震荡也就成为常态。

④政府干预股市过多。象在前面股市风波过程所描述的政府行为，除一部分确实有利于股市稳定发展外，大部分属头痛医头，脚痛医脚的应急措施，而且还依靠某些不履行的消息来影响股市。其实政府对于股市的贡献最大的在于两个方面：一为证券主管机关是否有能力负起责任执行所定的规章制度；二为管理机构所依据的法令是否完备，是否能随实际需要而及时修正。台湾股市在当时之所以形象不佳，主要原因之一是主管机构在管理上作风趋于保守，处处防弊重于兴利，妨碍了股市早日健全。

(9)结语。从世界各国股市发展的历史来看，股市的发展通常会经过萌芽期、操作期、投机期、整理期和成熟期。现在看来，台湾股市在80年末应处于投机期，是进入成熟的必经历程，只不过当时股市制度不全，使涨跌幅达到惊人的地步。1990年风波之后，台湾财金主管当局在各方压力之下，进行了健全股市的各种行政干预和立法措施，比如增加股市中法人机构的投资比重，推进基金信托业的发展，着手进行上市公司的规范管理等，使股市逐步走向成熟。

台湾股市1990年间风波中的现象与我国大陆股市在其后发展中所出现的有许多相似之处，加强对其研究，总结经验，对我国大陆股市发展肯定大有裨益。人同此心，心同此理，海峡两岸的股民同属炎黄子孙，相同的文化传统，相同的心理心态，在股市发展与建设中必定会碰到许多类似的问题，所以进一步发展相互间的探讨与交流是有益于双方的。

5. 香港的股灾

1891年，“香港股票经纪协会”成立，标志着香港股市正式诞生。1969年开始，远东证券交易所、金银证券交易所和九龙证券交易所相继问世，股票逐渐深入经济生活的各个层面。1986年，“四会合并”成功，香港联合交易所开业，香港股市跨入了一个新的里程。1994年1月，恒生指数高达12600点，股票总市值超过25000亿港元，跃居全球第六股票市场。百余年来，港股不断走向新的辉煌，也把一次次熊市甚至股市的惨痛刻入了人们的记忆。

(1)历经熊市，大难不死。自创立以来，香港股市经历了七次震荡很大的熊市，其中73年和87年更演变成令人“谈股色变”的股灾。1967年受银行危机余波和内地“文化大革命”风潮的冲击，港股一度从120点下挫到59.61点，跌幅达到51%。1973年，中东石油危机爆发，恒生指数由1774.96点大幅暴泻到400.01点，到1974年12月更跌至150.11点，跌幅度高达91.5%。1980年，港股经历第三次熊市，恒生指数最高收报1654.57点，最低只有738.92点，相差一倍多。1981年7月，恒生指数升上1820.20点的历史高位后即开始下挫，到次年8月已跌至1035点，年底时再跌至676.30点，跌幅几达63%。由于中英关于香港前途的谈判进展缓慢，港股始终在低位大幅徘徊，直到1984年中才走出阴影。1987年10月，“黑色星期一”的全球股灾祸及香港，在短短的两个月里，恒生指数从3949.73点暴跌至1894.94点，跌幅超过53%，更创下1120.70点和33%的单日最大跌幅。1989年，港股出现第六次熊市，恒生指数从5月份的最高点暴跌至6月的2022.15点，所幸的是一个多月后即基本恢复。1993年下半年，在美欧日基金的带动下，港股气势如虹，

恒生指数连破 8000、9000、10000、11000 和 12000 五道大关，并于 1994 年 1 月份创下 12600 点的历史高位。然而好景不长，摩根士丹利的一份投资报告骤然引起风波，一时间风声鹤唳，恒生指数动辄下跌数百点，最低曾见 7000 多点。直到 1995 年 7 月，“摩根动荡”仍然阴魂不散，恒生指数也只在 9000 点左右徘徊（见表 1.2.2）股灾的破坏力是巨大的。每次股市大跌都必然伴随着公司倒闭、经济衰退、百业萧条。令人惊奇的是，香港股市虽然特别敏感，因而在每次股灾中都遭受重创，但股灾过后，仍能不屈不挠，重振雄风。人们不能不为它顽强的生命力折服。

表 1.2.2　香港历次熊市的比较

时间	最高点	最低点	跌幅（%）	经历时间
1967	120.00	58.61	51	不详
1973	1774.96	150.12	91	1 年零 9 个月
1980	1654.57	738.92	55	1 年零 9 个月
1982	1810.20	676	63	1 年零 5 个月
1987	3968.70	1876.18	53	2 个月
1989	3329.05	2022.15	39	1 个月
1994	12600.00	约 700	44	约半年

（2）“黑色星期一”悄然来临。谈及股灾的破坏力，73 年的股市大崩溃影响最大，许多大公司因之而破产倒闭。但论及股灾的震撼力及对后来股市发展的影响，又当推 1987 年的股坛黑色风暴。1986 年，“四会合并”把香港股市带进一个新纪元，恒生指数节节攀升，屡创新高，平均每日成交额增加 4 倍。同时，恒生指数期货市场也大幅上扬。从 1986 年 5 月面世以来，月成交量从 31070 手迅猛增加到 1987 年 9 月的 601005 手，增幅高达 20 倍。世界其它股票市场也牛气冲天，持续上扬（见表 1.2.3）。

1987 年 10 月 19 日，星期一，“黑色风暴”悄然来临，受美股上个交易日（10 月 16 日，星期五）下跌 108 点的影响，港股一开市即出现强大的抛售浪潮，沽盘排山倒海，价位接连下跳，许多股份牌下只见卖家，未见买主。10 时 15 分（开市后 15 分钟），恒指已跌去 120 点，中午收市时报跌 260 点。由于跌势来得突然，许多股民措手不及，交相询问：“到底发生了什么事？”电台电视也大肆渲染，恐惧象瘟疫一样蔓延开来。下午开市，恒生指数再度挫 160 点，股民是“慌恐复慌恐，悲观叹悲观”。同时，期货市场更是惨不忍睹，连续两次跌停板。

表 1.2.3　1987 年股灾前世界各主要股市的表现

指数	1987 年最高点	日期	1986 年同日点数	增长率%
金融时报指数	1926	7.16	1306	47
道琼斯指数	2722	8.25	1872	45
日经指数	26646	10.10	17318	54

指数	1987 年最高点	日期	1986 年同日点数	增长率%
恒生指数	3950	10.1	2090	89
澳大利亚综合普通	2306	9.21	1211	90

当天晚上，纽约传来噩耗，道·琼斯指数狂泻508点，创下美国百多年来单日最大跌幅。鉴于外围股市崩溃，联交所在主席李福兆主持下召开紧急会议，以改善交收情况和稳定市场情绪为由，宣布从10月20日停市四天。停市的目的，本来是为了避免恐慌性抛售、市场混乱乃至失去秩序、会员的流动资金出现问题和银行挤提等现象的发生，但当事人万万没有想到，此举后来竟成了联交所管理层遭人诟病的主要证据。

由于损失惨重，期交所也宣布于同时期停市四天，并同港府商量挽救香港期货保证公司的良策。为避免期货交易所彻底崩溃，港府采用英国亨宝银行的意见，安排各方为期货保证公司提供20亿港元的贷款，并重组了期交所的管理高层。

1987年10月26日，又是一个星期一。尽管开市时间比往常晚了一个小时，但开盘全部股份即一泻如注。15分钟时，恒指已下挫650点，45分钟时，大市更跌去900点。午后市况继续下滑，结果全日共下跌1120.70点，跌幅33%。创下单日最大的跌幅。期指市场更是四度跌停板，下跌1544点，跌幅44%。香港股市和期市濒临崩溃的边缘。

表 1.2.4　1987 年 10 月股灾风暴期内的市况

	港股	香港期市			美股
		10月份	11月份	12月份	
10.16（星期五）	−45.44	−37	−29	−32	−708.35
10.19（星期一）	−420.81	−361	−301	−300	−508.33
10.20	停市				+102.6
10.21	停市				+186.84
10.22	停市		停市		−77.42
10.23	停市				+0.33
10.26（星期一）	−1120.70	−1554	−300	−300	−156.83
10.27	+154.03	+310	−600	−600	−156.83

为了挽狂澜于既倒，香港各界展开了声势浩大的股市救亡行动。10月26日，港府联合各大银行和机构，再次向期货保证公司提供20亿港元贷款（此款后来并未使用）。同时，收购合并委员会豁免对部分上市公司全面收购的限制，鼓励大股东回购股份。香港银行业公会则连续两次下调最优惠利率（从8.5厘降至6.5厘）。10月28日，联交所委任霍礼义为高级行政总裁。11月16日，证券业检讨委员会成立，对两个交易所及其监管机构的组织、管理和运作进行检讨。1988年1月2日，李福兆被捕，交易所的管理工作交由一个14人组成的管理委员会负责。

（3）谁是罪魁祸首。“升久必跌，跌久必升”是股市中铁的法则。尽管每次股市危机源于不同的导火线，但其深层的原因则总离不开经济衰退、监管不严、投机过度等因素。

1973年股灾起因是市场发现了合和的假股票，

三间交易所立即停止了有关股票的交易，并开始追究责任。此事引起市场的恐慌，投资者因担心自己持有假股票而纷纷抛售，结果便触发股市大灾难，从更深的角度看，合和假票案只不是一个借口而已，造成这次股灾的真正原因还在于：

①国际经济环境恶化。1973 年下半年，美国废除黄金双重价格、英国经济疲弱导致伦敦港股急跌、中东战争触发石油危机，这些都对股市的稳定起了十分不利的影响。

②对证券市场监管不健全。股灾前，香港缺乏完整的证券监管和投资者保障条例，难以监管操作操纵市场、内幕交易等非法行为，损害了投资者的信心。

③投机活动的影响。海外投机热钱兴风作浪，推高港股，谋利后撤资；本地机构大户明买暗卖，推动股市下泻。

④政府处理措施不当。股市暴升时港英政府未能当机立断，压抑投机，股市下跌时反而向股票收益开征利得税、进行租务管制(限制房地产盈利)和收紧贷款，加剧了股市的下跌。

另一方面，几乎所有相关的人士都认定，华尔街股市暴跌是 87 年环球股灾的罪魁祸首。因为在道·琼斯指数下挫 508 点后，所有的主要股市都应声下跌，日经美元指数、伦敦金融时报指数、澳大利亚综合普通指数分别下挫 3836、250、和 510 点，跌幅均创历史记录。至于美股为何暴跌，则有几种不同的说法。有人把责任归咎于美国财长贝克。事源当年 10 月中旬，西德中央银行提高利率，引起美国的不满，贝克公开谴责西德的加息政策，并暗示将任由美元下跌。此举引起投资者的不安，于是争先恐后地抛美元资产。结果资金迅速撤离股市，美元大跌，触发世界股市的大地震。也有人把股市下跌的起因咎于华尔街的股市分析员罗伯特。罗伯特是“波浪理论”的忠实信徒，因预测精确而名扬海内外。10 月 5 日，罗伯特在一份报告中建议客户沽出股票，因为道·琼斯指数很快会下跌。结果真的引发股市暴跌。

还有人认为电脑是这次股市风暴的元凶，因为通过电脑进行的指数期权和期货交易大大增加了股市的成交量，而这种程序买卖又极易造成操纵行为，最后导致股市的下跌。

不可否认，香港股市的自身经济环境全无不利的情况下发生如此大的灾难，华尔街实在难辞其咎。但如果把所有的责任都推给美国股市，就容易掩盖自身的缺陷，也就无法从根本上完善和发展股市。事实上，导致香港 87 股灾的原因还有以下几点：

第一，投机气氛日浓。87 年前后，恒和指数升势凌厉，股市泡沫渐渐形成。除实力蓝筹股外，二三线股也暴升数倍，甚至有些连年亏损的小股也急升倍余。暴利的诱惑使得大批中小散户头脑发热，盲目跟风。

第二，企业集资活动频繁，大量资金被抽离股市。据不完全统计，87 年头三季，企业通过上市、配股、供股等方式筹集资金 400 亿港元。超出过去九年的集资总额。这使得股票市场供过于求，埋下了日后股价暴跌的祸根。

第三，交易所运作的监管不健全。股市方面，交收运作制度不健全，制造了股票抛空的机会。由于交收兴旺，24 小时交收制度难以完全执行，给投资者造成了大量的抛空股票的机会，加剧了股市的下跌。期市方面，由于组建时间较短，管理制度不健全，按金和平仓规定都不够完善。在期市大跌的情况下，经纪公司为补交按金而大量抛售用以套戥的股票，迫使港股进一步大跌。

(4)《戴维森报告书》声名远播。正视问题，锐意改革是香港证券业一贯的作风。从一种特殊的意义上讲，每次熊市或股灾正是香港证券业检讨自身的良机，而有关当局也基本上抓住了这些机会。比如 1973 年股灾发生后，港府就相继通过了《证券条例》、《保障投资人士条例》、《收购及合并守则》、《配售守则》、《印花税条例》等重要法则。1973 年 4 月，政府成立了内幕交易审裁处，专负审查内幕人士的股票的监管和稳妥运作带来诸多不便，港府又积极推动四会合并的工作，先后通过《证券交易所上市规则》、《证券交易所合并条例》等重要法规，使股票市场逐步走向规范化。

1987 年 11 月 16 日，港府宣布成立六人组成的证券业检讨委员会，对两家交易所及其监管机构的组织、管理和运作进行全面检讨。与此同时，港府立即着手对联交所进行改组。

1988 年 6 月 2 日，《证券业检讨委员会报告书》发表(由于委员会的主席是戴维森，所以该报告书被称为《戴维森报告书》)。该报告书就香港证券业和组织、管理、运作和监察提出多项批评和建议，成为指导香港证券市场改革的经典性文献。

《戴维森报告书》首先指出香港证券市场存在著四方面的缺点：

第一，联合交易所被一撮人视作私人会所，而非为会员、投资者和证券发行者服务的公用事业机构；

交易所的行政人员缺乏足够的专业知识;二十四小时交收制度难以真正实施;上市安排存在严重缺陷;对会员监察不够严密。

第二,香港期货交易所的管理基础不够稳妥,期交所、结算公司和保证公司三足鼎立的结构混淆了责任界线,妨碍了风险处理的稳妥性。

第三,负责监察整个行业的证券事务监察委员会和商品交易事务监察委员会缺乏方向感,未能达到独立及有效监察的目标。

第四,因资源匮乏,设于政府构架之内负责两个监察委员会行政工作的证券及商品交易监理专员办事处软弱无力,掣肘甚多。

《戴维森报告书》认为,要把香港发展成为东南亚地区最主要的资本市场,对原有制度作根本改变是不足取的,正确的做法是保留从业人员自行规管市场的制度,同时在每个层面实施保障措施。鉴此,该报告书提出了五条主要建议:

第一,重整两家交易所的内部组织,尤其是联交所的决策部门应加入个人会员、公司会员和独立人士。

第二,两家交易所应发展一组独立的专业行政人员,负责执行决策部门的政策。

第三,将联交所的交收制度延长至三日,同时尽快实施中央结算制度。

第四,香港期交所和指数期货予以保留,但应重组结算和保证金制度,以加强风险管理措施;结算公司应隶属于期交所,并设立结算会员基金。

第五,设立不属于政府的单一独立法定机构,取代原有的两个监察委员会和监理专员办事处。该机构应具广泛权力,以确保市场健全运作和保障投资者利益为职责,其经费来自市场。

港府对《戴维森报告书》给予了很高的评价,并立即基本上按此报告的建议进行多项改革。1988年7月13日,《证券公开权益条例草案》获得通过。8月8日,临时证券及期货事务监察委员会成立。8月14日,证监会和联交所联合发表声明,禁止新股上市流通。10月18日联交所首届22名理事产生,并于次年的5月11日重组行政构架,设立三个职责中心及七个支援部门,全部直接向行政总裁负责。1989年1月6日,联交所成立香港中央结算有限公司。5月1日,新证监会宣布成立。1990年7月,《内幕交易条例草案》获得通过。1991年,联交所理事会的代表性再受质疑,在证监会的压力下,联交所终于通过了转为非牟利机构和理事会构架重组的职权划分达成共识,证监会和联交所曾在多个问题上发生争执(如94年就曾因股价拆细而闹得满城风雨),但最后均能获得圆满解决,事实证明,连串的改革措施使得香港证券市场更趋完善和富有活力,而《戴维森报告书》也因之声名远播。

第三章　股票投资收益与风险

一、股票投资的收益

任何一个理智的投资者涉足股市，都是为了从股票投资中获得收益。股票所能带来的丰厚收益，正是驱动投资者的动力。

1. 股票投资收益的构成

股票投资收益，是指股票投资带来的收入，具体可以分为四个部分。

(1)收入收益，是指投资者以股东身份，按照持股的数量，从公司盈利分配中获得的收益，具体包括股息和红利两部分，股息和红利合称股利。股息是股票持有者凭股票定期从公司领取的盈利，优先股的股息率是固定的，普通股的股息则不确定，而红利则是普通股股东获得的超过股息部分的利润，其分派更不确定，二者都要视公司经营状况和发展战略而定。由于普通股股息的不确定性，有人把普通股股息和红利统称为红利，本书不采用这种说法。

(2)市价盈利，又称价差收益、资本利得，是指在股市上低价买进高价卖出所得到的价差利润。这种收益具有更大的不确定性，其获得是个“艺术”过程，与投资者的素质、机遇都有关系，因人而异，有人赚也有人赔。

(3)资产增值。从前面的收入收益可以看出，股息仅仅是公司盈利的一部分，公司的税后利润在支付股息和红利前，要提取一部分作为法定公积金、法定公益金、任意公积金等。这部分利润虽未直接发给股东，但股东却对其大部分拥有所有权，作为公司资产的增值部分，它理应属于股票的收益。

(4)股权盈利。这类收益分两种情况：一种是公司增发新股票时，原有普通股股东有优先认购权，且享有一定优惠条件，如价格的减让，发行股权证；另一种是公司为使所发行的公司债券更有吸引力，给予投资者在一确定价格下购买普通股股票的权利并发行认股权证。如此在有效期内，股票市价上涨，超过既定价格，持证者无论是认购股票还是转让股权证，都会有一笔收益。

2. 股利支付及其种类

股息是股票持有者定期从股份公司领取的一定盈利额。它不同于利息，股息的收付双方不存在债权债务关系。优先股的股息是按固定股息率优先领取的，不随公司盈利多少而增减，但可能被拖欠。普通股的股息和红利合称股利，是在支付了优先股股息之后，再根据剩下的利润额进行分配，它们是不确定的，须视公司盈利状况而定。

股利的支付有三种基本形式：现金、股票和财产，也有将三者组合的形式。按支付形式不同，股利分为三种。

(1)现金股利。公司以现金形式支付给股东的股利收入，是股利分配中最常见的、最普遍的形式，如十派二元就是每十股送两元现金股利。

(2)股票股利，是指以增发股票的形式支付给股东的投资收益。公司发送股票股利，实际上是公司扩张股本的一种形式，它使公司减少资本外流，扩充了实力，但也易造成每股摊薄后盈利能力的下降；对股东来说，这种方式可免缴一定数量的所得税，若股价上升，还能获得更多的价差收益，是较受欢迎的分配方式。

(3)财产股利，是指公司以现金之外的其他财产分配给股东的投资收益，其形式主要是公司持有的其他公司的有价证券，也有发放实物的，但比较少见。

3. 股票投资收益率的计算

股票投资收益率是衡量股票投资效率的一个指标，也可用其来评价股票。股票投资收益有多种形式，相应的股票投资收益率也不只是一种形式。

(1)股息收益率，是指每股年股利额与其市价的比率，具体公式为：

$$股息收益率=\frac{每股年股利}{每股市价}\times 100\%$$

其数值越高，表明投资于该股票的效率就越高，当然，这只是一个方面。

(2)股票持有期收益率，是一个重要投资效率指标，它等于股利加上资本价格变动收益除以股票即时市价，具体公式为：

股票持有期收益率(HPY)$=\frac{D_1+(P_1-P_0)}{P_0}\times 100\%$

式中:D_1——股票持有期预期股利

P_1——持有期末股票价格

P_0——股票即时市价或持有期始市价

假定一种股票的期初售价为每股10元,一年后涨至12元,公司每年支付股利1元,于是该股票持有期(一年)内的收益率为30%。

$$HPY=\frac{1+(12-10)}{10}\times 100\%=30\%$$

这种收益率的计算持有期可长可短,完全取决于投资者,但年度的收益需加以折算,如六个月持有期收益率要乘上2才是年度收益率。这个指标能客观地反映出投资者的股票投资收益情况,盈亏多寡一看即明。

4. 市盈率及其运用

(1)市盈率的计算。市盈率,又称本益比,是指股票市价与该股当期税后纯收益的比率。它是从公司收益和股价关系的角度衡量评估股票价格水平的一项重要指标,是投资者选择股票时广泛采用的一种分析手段,其计算公式为:

市盈率=每股市价/每股税后纯收益

(2)市盈率的运用。投资者在应用市盈率时,应注意以下几点:

①市盈率越低越值得买进,越高越应该卖出,不能只关注股票的每股税后利润多少。

②所谓合理的市盈率并非固定数,它取决于市场利率的高低,如利率下降时,市盈率则可高些。

③股利可能增加的股票,也就是所谓成长股的市盈率可能会高一些,是正常的。

(3)运用市盈率应注意的事项。

①历史悠久,产销稳定的企业可以有较高的市盈率,如水泥、食品、金融保险业等。

②不仅要看企业的过去和现在,更要看未来,有发展潜力及高成长性的企业应有较高的市盈率,如从事高科技产业的企业。

③对业绩突然大幅增长的企业,不能贸然用市盈率衡量其股票价位,应对其业绩增长的原因,后续能力进行审查和分析。

④中国的股份公司的税后利润中要提取职工奖励和福利基金,其受益者不是公司的股东而是职工,因此在计算市盈率时应从税后利润中扣除。

二、股票投资的风险

1. 股票投资风险的概念

股票投资风险就是投资结果的不确定性,一般理解为遭受损失的可能性和程度,并以可能性大小和程度轻重衡量其高低。股票投资风险表现为两种情况:①投资者高价买进而低价卖出所造成的价差损失。②公司经营状况不佳造成投资者不能获得股票的股利收益。例如,小A某日以12元/股买进500股中川国际,两个月后股价跌至6元/股,而小A急于变现,只得卖出,造成损失3000元;这种损失属于风险的第一种表现。又例如,小B某日买进1000股一汽金杯,共用了3000元,但一年后,公司经营状况不佳,无法分红派息,若小B把这部分资金存银行可获得300多元的利息;小B的损失即属于风险的第二种表现。

股票投资是风险最高的投资活动之一。但这并没有阻止住人们对它的偏爱。因为风险和收益是相伴相随的,高风险高收益,低风险低收益,无风险无收益。完全没有风险的投资实际上是不存在的,投资风险越大,预期收益实现的可能性就越小,当风险发生时高风险意味着高损失,而当风险不发生时,高风险肯定带来高收益。因此,风险越大的投资就必须提供越高的报酬率,以吸引投资者。

在股市中,投资者对待风险的态度是各不相同的,面对同样的风险,存在着不同的反应。风险偏好者敢于冒险并专门寻觅高风险高收益的机会,期望暴发而不惜破产;风险回避者则畏惧风险,谨慎入市,小利即安;风险中性者取中庸之道,既注重稳妥地乐于冒些小风险获取较高收益。风险莫测的股市投资就是由这些投资者共同完成的。

2. 股票投资风险的分类

股票投资风险可划分为两种:①系统性风险,是指在企业外部发生的,企业本身所不能控制的因素造成的风险,如经济周期变化,经济政策调整、战争等引起的投资收益的变动,它影响整个市场的全部股票,即使分散投资也不能避免。②非系统性风险,是指某些可能对单个股票或行业造成损失的因素,它存在或产生于企业或行业的内部,如经营不善,决策失误等造成企业状况恶化,但对其他企业却没有影响。这种风险可以通过投资的分散而避免。股票投资的总风险包括两部分:

总风险=系统性风险+非系统性风险

其中,无论是系统性风险还是非系统性风险,都

是由一些具体的风险因素构成的，一般认为，系统性风险包括市场风险、利率风险、购买力风险等，而非系统性风险则有企业风险、流动性风险、财务风险等（见图 1.3.1）。

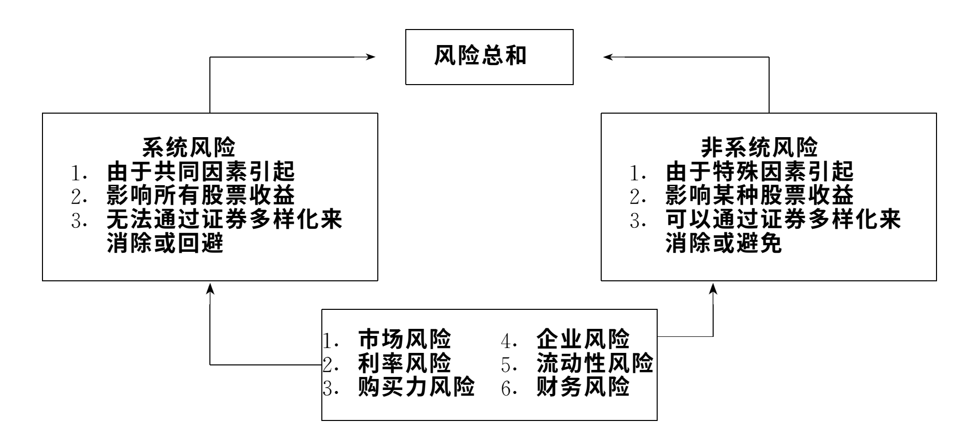


图 1.3.1　股票投资的风险

（1）市场风险，又称市价风险，是指股价波动可能造成的投资者的损失。市场风险与企业风险有一定关系，当公司盈利增加时，股价通常会上涨；反之，当公司盈利下降，甚至无利，乃至亏损时，股价会大幅下挫。但市场风险并不完全是企业风险引起的，股价的长期趋势受企业风险因素影响较大，而短期波动的 80％以上都是由其他因素引起的，如重大政治经济事件的发生，公司人事的变更及一些谣言等，都可能导致股价的起伏。

（2）利率风险，又称货币风险，是指由于银行利率提高可能对投资者产生的不利影响。它分为两个方面：一方面利率提高使企业的资金成本增加，企业收益减少，导致股价下跌；另一方面，利率提高使投资者资金的机会成本提高，引致资金流向银行，造成股市资金减少，股价下跌。

（3）购买力风险，又称通货膨胀风险，是指通货膨胀造成投资者投资收益的购买力下降，即实际价值降低。但值得一提的是，通货膨胀会使公司资产的名义价值上升，从而使股票所代表的资产值增加；同时，公司还可以通过提价转嫁通货膨胀的影响，使收益提高进而增加股东的股利。

（4）企业风险，是指上市公司经营不善对投资者可能带来的损失。这是因为竞争、原料供应、技术发展，政府法规政策变动以及公司管理不佳等因素都可能使企业经营困难，盈利减少，造成股东的股利损失，甚至上市公司还会被破产清算，使投资者血本无归。

（5）流动性风险，是指股票变现能力的大小，股票变现越便利，流动性越大则风险越小。如果一只股票的成交量极小，抛出变现的风险就越大，遭受市价损失的可能性就越大。

（6）财务风险，是指公司财务状况变动对投资者收益的影响，它与企业风险是联系在一起的，这里不再详述。

3. 股票投资风险的评估

买股票就是买未来，股票是具有不确定性的风险资产。投资者在选择股票的时候，要了解每只股票的风险类别和风险程度的高低，这要求对股票投资风险进行正确评估。只有这样，投资者才能够合理权衡投资的风险和预期收益，从而找出最适合于自己的投资组合。

股票投资风险的评估方法有多种，这里只介绍两种常用且简便易行的方法。

（1）价差率法。价差，是指股票在一段时间内的最高价格与最低价格的差额，价差率就是用价差除以价格的平均数得到的百分数。其计算公式为：

$$价差率=\frac{最高价-最低价}{(最高价+最低价)\div 2}\times 100\%$$

价差率既可以按年计算，也可用一月、一周的数据来计算。股票的价差率越大，意味着其风险也越大。

（2）β 系数法，是指通过把个别股票的价格变动率作为自变量，把整个股市的股价水平变动率作为因变量，再进行回归分析得到的，它表示整个市场每

变动1%，单只股票价格变动的百分数。例如，某只股票的β系数为0.8，则说明当市场价格水平变动1%时，该股票价格变动0.8%，表明该股票的风险比整个市场低。

β系数的计算方法在一般统计学书籍中均可找到，且计算比较复杂，这里略去不述，只介绍一种简便易行的准β系数计算方法，简称β'系数：

$$\beta'=\frac{\text{一定时间内单只股票价格变动率}}{\text{一定时间内市场股价水平变动率}}$$

式中：$\text{价格变动率}=\frac{\text{期未价格}-\text{期初价格}}{\text{期初价格}}$

三、反风险策略

在股票投资中，任何一个投资者都不可能完全避开风险，但是可以采用适当的方针和方法，使投资者能在一定的预期收益率下将风险减至最低，或在接受一定水平风险的情况下使收益增至最高，这即是反风险策略。

(1)股票投资的多重组合。是指在投资活动中从股票种类和投资时间两方面进行合理组合，以降低风险。一方面是股票的组合，就是在股票篮子里，绩优股、绩劣股和中性股相组合，不同行业的股票相组合，不同成长阶段的股票相组合，使股票的构成多样化，并且在购入股票时，遵循“慢慢买，快快卖”的原则，不要一下子买足，而是分阶段投资。

另一方面，把股票按长线投资、中线投资、短线投资划分的比例进行组合。长线投资的持股时间至少应6个月以上，对象是财务状况良好有发展前景的公司股票；中线投资是指持股在两个月上下，短线投资是持股在一个月以内，甚至几天，主要是投资于一些热门股，投机股。这样把资金分为三个部分，中长线只重趋势，忽略股价的往复波动，目的是获取波段利润，短线则投资于股价大起大落的股票，以博取短差。

(2)设置停损点。这是常用的一种反风险策略，其根据可表达为：留得青山在，不怕没柴烧。停损点，是指投资人在投资时事先给自己制定出一个自己可以容忍的损失程度，以免除更大损失。具体地说，就是当你买入股票时，就要在买入价位之下的某一位置给自己定一个极限价位，一旦股价跌到这个价位，就立即卖出股票以停止损失的扩大。与此相对应，在卖出股票时，要在卖出价的上方定一价位，一旦卖出后股价不跌反涨，在涨破此价时应重返市场，以免踏空造成资金套牢。

各人的情况不同，因而能够容忍的亏损程度也不尽相同，一般来说可在5%到10%之间。停损点看上去是很简单的一种方法，但执行起来并不容易，不少投资者抱有侥幸心理，希望跌下去的股价再升上来，或涨起来的股价再回档下去，这样做的结果往往事与愿违，损失程度不断增大，陷入风险的泥潭不能自拔，尤其是股票套牢，后果更为严重。总之，设置合理的停损点是反风险的一个有效策略。

(3)利用投资技术。投资者要战胜股市风险，必须充分利用各种投资技术，包括基本分析技术和技术分析技术，培养自己的市势分析、选时、选股、投资组合等方面的能力。

(4)进出有方，适度投机。低价进高价出虽然是最简单不过的道理，却也是市场中的极致，投资者应树立投资理念，不要过分投机，克服恐惧和贪婪的心态，做到进出有方，减少风险。遇到大跌市，要正确看待实质，克制住恐慌悲观情绪，大胆入市买“便宜货”；股市狂涨时，不可贪婪，去赚最后一分钱，以致忽略了正与市场同步扩大的风险，而要适可而止，见好就收，清仓离市，把一部分利润和全部风险留给市场。

第四章　宏观经济分析

一、国民经济基本状况分析

1. 国民生产总值与股价

国民生产总值是一个极具综合性的指标，反映在一特定时间内(一般以年为单位)国民经济所生产的全部商品与劳务的价值总和。在经济预测中，常用国民生产总值及其各个组成指标的变化来分析经济发展的趋势及各行业的前景。股市是经济活动的“晴雨表”，经济大趋势是股市的大气候，因此，仔细分析国民生产总值及其各个组成部分的变化能够为投资者把握股市行情提供重要的信息。

(1)国民生产总值的变化对股价的影响。从历史经验看，股票价格的波动是与国民生产总值的变化一致的。国民生产总值下降，表明整个国家经济不景气，大多数公司的经营状况也不会好，股价自然下降。如果国民生产总值上升，经济向前发展，股市的表现就会呈上涨趋势。

(2)国民生产总值各组成部分的变化对股价的影响。采用产品流动法，国民生产总值就等于个人消费支出加私人总投资加政府购买加净出口，因此，也可以依据其变动分析预测股价的变动方向，而且某些项目的变动对股价的变动具有较强的刺激作用。

个人消费开支基本有三个方面：购买耐用消费品、非耐用消费品和劳务。由于非耐用消费品多是生活必需品，故其支出比较稳定，最容易发生变化的是耐用消费品支出。因此，当人们的消费支出变动时，耐用消费品及相关行业将受到较大的影响。

私人总投资是由固定资产投资和企业库存两部分组成的。固定资产投资大量增加是经济由复苏转向高涨的重要标志；而企业库存过多则多表明销售有困难，不过有时是投机性的囤积居奇，这既可以理解危机将至，也可认为是经济高涨，投资者应留神这个预兆性指标。

政府购买和支出是政府干预经济的一个重要手段，其增减以及各用途之间的比例变化对相关行业(企业)的发展有着重要影响，如政府对出口的补贴和贷款会大大推动外贸出口行业的发展。

一般来说，净出口的变化不仅关系出口企业的生产销售，而且还影响与出口企业相关行业的发展。净出口增加对经济有推动作用，同时还影响一国汇率，因此对股价也有相应的影响。

2. 经济周期与股价

经济发展客观上存在着周期性，其周期性变化不可避免地导致了股价的周期性变化。在繁荣阶段，生产规模扩大，社会需求增加，股份公司盈利多，股息高，人们对股市预期乐观，踊跃购买股票，使得股价上扬。但是这种形势不可能永远持续下去，当股价屡创新高时，投资者对经济形势的预期开始逐步变化，认为经济将开始减缓和衰退，于是纷纷抛出股票，股价连连下跌。萧条阶段，股价很低，人们却心有余悸，每日成交寥寥，此时，一些有识之士却已判断出经济已到谷底，从而开始吸纳股票，当这种认识为越来越多的投资者所认同，而且现实经济确有征兆时，股价便开始了又一轮升势。如此循环下去。

上面描绘了股价与经济周期相关联的一个轮廓，从中可以得到以下几点启示：

(1)经济总是周期性运动，股价也伴随它作相应的波动，但股价的波动超前于经济运动，没有只涨不跌或只跌不涨的股市。

(2)投资切忌盲目从众，要注意收集宏观经济资料和信息，关注经济动向，从而正确把握当前经济所处的位置，对未来作出正确判断。

(3)投资操作中要认清经济形势，把握周期规律，去赢波段利润，而不为小利小失所扰。

(4)经济周期对不同行业、企业的股票关联程度不同，在经济复苏繁荣阶段领涨的股票也往往是经济衰退之际首当其冲下跌的股票，如能源、建材等股票上涨初期一般有出色表现，而公用事业股的抗跌性则较强。

3. 通货膨胀与股价

通货膨胀对股市，特别是个股的影响比较复杂，它既有可能刺激股价的上扬，又可能压抑股价下跌，而没有恒稳的定势。下面仅从三个方面进行原则性说明：

（1）对于企业来说，一般温和的通货膨胀能促进经济的发展，从而企业生产发展，盈利增加；同时，企业的资产会因通货膨胀而升值，使股票帐面价值增加，这两方面都会吸引投资者，使股价上涨。但是恶性通货膨胀的作用与之相反，它造成社会经济失去效率，原材料、劳务价格等成本急涨，企业经营严重受挫，盈利水平下降，甚至破产倒闭。

（2）政府一般偏向一定程度内的通货膨胀，因为适度通货膨胀不仅能促进经济发展，还能使政府在国民收入再分配中获益，但尽管如此，政府在通货膨胀成为问题时还是要采取措施，通常的方法是紧缩银根，提高利率，减少资金供应量，这些措施直接影响股票价格，使股价下跌。

（3）投资者的行为决定着股市的动向。在适度的通货膨胀范围内，投资者仍会选择股票投资，这一方面是获取直接投资收益；另一方面则是出于保值的目的。但当通货膨胀恶化，同时伴随着利率上升时，投资者的心理预期就会发生变化，手中的货币贬值，未来股息实际收益下降，导致投资者对股票投资偏好下降，而转向实物资产的投资，如房地产，黄金等，从而抛售股票，引起股价大幅下跌。

4．对外贸易与股价

投资者在分析股价时一般都不注意对外贸易，而实际上对外贸易也是影响股价变化的一个敏感因素。它直接或间接地决定了企业的生存空间和竞争力的大小，因而在进行投资分析时，该企业，该行业，相关行业乃至整个国家的对外贸易状况都是不容忽视的。目前，我国不断扩大对外开放，而且正积极进行"复关"谈判，这要求投资者更要注意对外贸易这一因素的影响。

从微观上看，应注意企业的国际市场的开拓及占有率是否提高，国外同类产品的进口对企业国内市场的冲击以及企业的外贸依存度等方面。

$$\text{外贸依存度}=\frac{\text{企业对外销售收入}}{\text{企业销售总收入}}\times 100\%$$

从宏观上看，一国对外贸易的扩大有利于股市的上升，同时由于对外贸易的扩大使用内经济与国际经济联系紧密，会产生波动传递效应。如1987年10月美国的"黑色星期一"引起了伦敦、东京、香港等国家地区股市的连锁下跌。随着我国经济与国济经济大循环的不断融合，这种效应也会越来越明显地表现出来。

二、金融环境分析

1．利率与股价

华尔街有句名言：股市随着利率的变动而涨跌。一般来说，利率是进行投资决策的一个重要指标，因为利率与股价之间有着密切联系。当利率上升时，股价下跌；当利率下降时，股价则上涨，股票的理论价值公式说明了这一点：

$$\text{股票理论价值}=\frac{\text{股息}}{\text{同期利率}}$$

先看投资者预期报酬的变化，因为公司的股息在短期内是固定的，而投资者却可以经常改变他们的预期，当利率提高时，投资者的资金机会成本上升，使投资者对股票的预期收益下降而抛出股票，造成股价下跌；反之亦然。再分析利率对公司经营的影响，利率提高，则公司贷款成本上升，导致生产经营成本上升，盈利减少，因而股价趋低；反之则股价趋高。

不过，上面的分析只是一种一般分析，影响股价变动的因素很多，利率只是其中的一个，但无论如何，投资者还是不能不重视利率变动对股价的影响。

2．货币供应量与股价

货币供应量也是影响股价波动的一个金融环境因素。当前，在计量货币量的时候有三种货币形式：

M_1＝现金＋活期存款

M_2＝M_1＋小额定期存款＋短期定期储蓄＋货币市场互助基金

M_3＝M_2＋长期大额定期储蓄＋流动性较差的金融资产

这里的货币供应量仅指M_1和M_2。

在一般情况下，货币供应量的增加会使股价呈上涨趋势，而货币供应量的减少则使股价呈下跌趋势。这是因为货币供应量的增加会使社会上的资金变得充裕，有一部分就会成为进入股市的增量资金，从而打破原有的股票供求平衡，导致股价上涨。

但是，长时间的货币扩张可能会导致通货膨胀的发生。

3．汇率与股价

汇率的变动和调整对一国的经济、贸易及金融有着广泛的影响，在未对外国资本进入和本国资本流出加以特别限制的国家，汇率的变动会直接影响股票市场的行情。目前中国虽然仍是实行外汇管制体制，但随着经济的发展和对外开放的扩大，外汇体制也必将逐步改革，走向市场化，已经实行的经常项目的自由兑换便是证明。由此，投资者不应忽视汇率变动对股价的影响。

汇率的变动对股市的影响分两方面：

（1）汇率变动对一国的国际贸易及贸易收支发生影响，从而间接地影响股票价格。外币上涨，本币贬值，意味着国内企业出口成本下降，在国际市场更有竞争力，市场扩大，销售收入提高，从而企业经营业绩提高，其股价自然上涨，同时还能带动相关行业发展。汇率下降还利于非贸易收入增加，如旅游业，外币升值会增加对外国旅游者的吸引力，从而增加旅游收入，间接地促进行业的发展。

（2）汇率的变动影响国际资本流动，特别是短期游资。汇率上浮，本币升值，外币贬值，会吸引外国资本涌入本国，有一部分进入股市，使股票价格上涨；反之，汇率下浮，国内资金持有者和外国投资者为防范汇率风险，纷纷卖出本币买入外币，国内资本外流，股市中资金抽离，导致股价下跌。

三、政策法规环境分析

1. 财政政策与股价

财政政策包括税收政策、政府支出政策、公债政策三个部分。它和货币政策一样都是国民经济的宏观调控手段。财政政策对股市的影响是十分深刻的，也是十分复杂的，其影响主要是两方面：一方面，财政政策对国民经济广泛而深刻的影响将间接地作用于股市；另一方面，财政政策中涉及证券交易税和国债的等有关内容会直接影响股价。

（1）税收政策对股价的影响。单纯地税收效应显示：整个经济范围内的增税或减税将造成经济的收缩或扩张。仅分析增税效应，一方面减少了人们的收入，从而减少了他们消费支出，降低了总需求；另一方面，从企业角度看，税收直接减少了税后利润，并抑制投资，同时总需求的下降使企业也不得不减少投资，压缩生产并降低价格，进一步使企业利润减少。这样从两方面促使股价下跌；一方面企业利润下降，股票预期收益降低，股价下跌；另一方面个人收入减少，货币需求相应增加，抛股套现，股票需求下降造成股价下跌。

另外，税收政策中有关证券交易税的规定变化将直接影响股价的上下波动，其是否征收，税率高低都将导致股价的变动，甚至是大幅震荡。

（2）政府支出对股价的影响。政府支出包括政府购买和公共开支等手段，当经济不景气时，需求不足，生产停滞，失业率增加，这时政府一般要采取增加政府支出来刺激经济的发展。政府订货增加，扩大了相应产品的需求，提高了其价格，企业生产经营规模扩大，利润增加，股价自然上升，同时通过连锁反应，相关行业的生产也步入扩张。这样，社会失业率下降，工资也得到提高，投资者货币持有量增加，也引致股价上升。与之相反，当经济过热时，政府会缩减支出，从而导致相反的作用过程。

（3）国债政策对股价的影响。国债作为政府弥补财政赤字的主要手段，本身也是证券市场的投资工具之一，其发行量、期限、利率、流动性等直接影响股票市场。从量的角度看，国债发行增加了证券供给，减少了市场货币资金量，对股价有负影响；从利率水平看，其利率越高，对投资者的吸引力越大，从而减少了投资于股市的资金量，股价下跌。

2. 货币政策与股价

货币政策是政府为实现既定经济目标，通过中央银行对货币供给的管理来调节信贷供给和利率，以对宏观经济进行调控的经济政策。货币政策与财政政策一样，它们都是逆经济风向使用的。在经济衰退时采取扩张性货币政策，在经济过热时采取紧缩性货币政策。

货币政策对股市的影响，具体来说主要是在中央银行实施调节总需求的步骤中体现出来的。例如，在经济衰退时，中央银行首先采取措施增加商业银行的准备金，通过银行乘数作用，引起活期存款的多倍扩张；货币供应量的增加扩大使银根松动，这不仅使人们容易得到信贷，而且使利率降低，于是刺激私人投资和公共投资上升，投资的上升促进了对股票的需求，股市繁荣，股价上升。投资上升还通过投资乘数作用提高了就业和收入，带动投资进一步上升，股价也得以进一步上扬。经济过热时的货币政策方向与上面正相反，股价也随之下跌。

中央银行实施货币政策的主要手段有三种：公开市场业务、贴现率政策和改变法定准备率。同时还有一些辅助手段。

（1）公开市场业务是中央银行在金融市场上买进或卖出政府债券。一方面，它使商业银行的存款增加或减少，通过乘数作用使市场上货币流通多倍增加或减少，从而导致利率下降或上升；另一方面，还会直接引起债券价格上升或下降，从而导致利息率下降或上升。

（2）贴现率政策是中央银行降低或提高商业银行向中央银行借款的利息率，从而刺激商业银行增加或减少向中央银行的借款，增加或减少商业银行准备金，通过银行创造货币作用多倍增加或减少货币供应量。一般来说，贴现率低时股价会上升，贴现率高时股价会下降。

（3）改变法定准备率，是指中央银行通过改变法定准备率来影响货币供给量和利息率。其具体过程是：在衰退时期，降低法定准备率，使银行能创造出更多的货币，从而增加货币供应量，降低利息率；在扩张时期则可采取相反操作。

除上述三种主要工具外，货币政策还有一些辅助手段，包括道义上的劝告，选择性信贷控制，证券信贷控制，分期付款信贷控制和抵押贷款信贷控制等。它们一般以间接或局部的方式影响货币供应量和利息率，从而产生对股票价格的影响。

在对货币政策和财政政策进行分析时，应注意不同工具调整作用的强度和时滞。例如，政府支出和法定准备率的调整作用比较猛烈，而税收和公开市场业务的作用则比较缓慢。

3．产业政策与股价

国家产业政策的制定和变化对股市有着直接的重要的影响。它一经制定在相当一个时期内便开始比较稳定地起作用，它在内容上表明了国家在一段时间内的经济建设重点和方向，并且符合产业政策的行业，企业会得到国家各方面的扶持和帮助。例如，税收、信贷方面的政策，从而为企业的发展创造了有利条件，使投资者的预期趋向乐观光明，纷纷持有它们的股票，使股价上涨。

在《关于国家经济和社会发展“九五”计划和2010年发展纲要》中已明确表明，在今后15年内中国宏观产业政策是重点支持机械电子、石化、汽车等支柱产业，加大农业、能源、交通、通讯等基础产业的投资力度。这些行业将直接受惠于产业政策，具有美好的发展前景，股市对此将越来越明显地作出反映。

4．证券法规与股价

俗话说：没有规矩，不成方圆。股票市场也是这样，其制度法规越不健全，就越是产生股价大幅不正常波动，越是容易发生损害大多数投资者的行为。证券法规的制定一般遵循以下原则：

（1）保护投资者利益原则。

（2）信息公开原则。

（3）禁止欺诈活动原则。

（4）禁止操纵行为原则。

（5）限制“内幕人士”的证券活动原则。

可见，了解、研究和分析证券法规，对于保障投资者获取公正的、与其所担风险相平衡的收益具有十分重要的意义。

四、社会政治环境分析

1．国内政治局势与股价

一个国家的政局对经济影响极大。政治局势稳定，人民安居乐业，股票价格会趋于上升，其波动只是短期调整；政局动荡，人心不稳，则股价肯定会下跌。

2．国内政策走向与股价

在稳定的政治局面下，投资者对政府和国家领导人的政策取向如果抱积极进取的预期，股价将趋于上升；如果预期政策将转向保守，股价将上升乏力而趋于下跌。

3．国家周边关系及国际形势与股价

国际形势缓和，周边关系友好，经济发展的大环境好，股价会趋于上升；反之，则易下跌。

4．科技进步与股价

科技进步速度快，转化为现实生产力顺利，企业的经营业绩会趋于提高，股价也会相应地上升；反之则不然。

5．社会思想观念与股价

思想观念源于现实，又反作用于现实。人们对股票的认识越接近客观实际，股票价格的波动就越具理性。

6．自然灾害与股价

自然界的因素也会在一定时期内影响某只股票甚至整个股市的运动方向。但这种影响是暂时性的，一般不超过一年。

五、投资者——人的分析

1．投资条件分析

投资者在决定投身股市之前，应该分析一下自身的投资条件，其主要内容包括入市资金的来源、对收益的依赖程度及相关投资知识的掌握程度三方面。投资股市必须使用自有资金，而且是生活费用之外的部分，如果占用了生活费用，甚至融资入市，都将容易干扰投资者的判断决策，且一旦失误，后果严重。在对收益的依赖程度方面，那些依靠投资收益补充基本生活消费的投资者不宜涉足股市，而适于投资于有固定收益的国债或企业债。关于证券投资的相关知识，如果决心投资股市，那就决不能忽视。虽然不必追求过于高深的学问，但起码也要对有关股市的法规，交易规则、财务知识，基本分析和技术分析的基本方法等加以学习和掌握，光凭感觉和运气尽管可能捞上一把，但最终会泥牛入海，大败而归。

2. 投资行为分析

从投资者对投资收益的预期和所承担风险程度这两方面来说,投资者的行为可分为投资行为、投机行为、赌博行为。赌博行为,是指完全凭运气,抱着“胜者王侯败者贼”的心理进行决策判断,承担的风险最大,虽有获暴利的可能,但多数会血本无归。投机行为比较常见,其目的是博取短期价差,以低进高出的方式频繁进出,所承担的风险也较大,需要较全面投资能力。投资行为的决策过程最谨慎,它一般是在掌握较充分的信息资料基础上,对可能存在的全部风险和预期收益进行权衡分析后作出的。投资行为的目的不是短期的价差,而是稳定的股息和企业不断成长引起的股价上涨收益,它同样需要对股市的分析技能,尤其是基本因素的分析和理解。

3. 投资心理分析

在股市的涨落升跌中,投资者的投资心理起着重要的作用,应该说每个人的心理活动都是不同的,但从中还是能够找出一些共性的东西:诸如追求资金升值的求利心理;盲目跟风的从众心理;缺乏主见,优柔寡断的把持不定心理;不知满足的贪得无厌心理以及孤注一掷的赌徒心理等。

第五章　行业分析

一、行业市场结构类型分析

1. 市场结构类型的划分

行业的市场结构是行业分析中十分重要的一个问题。根据各行业中厂商的数量，产品的性质，厂商对价格的控制程度，新厂商进入的难易程度等特征，行业的市场结构可以分为四种类型：完全竞争、垄断竞争、寡头垄断和完全垄断。各类型基本特征见表1.5.1。

表1.5.1　各类型基本特征

市场类型	厂商数量	产品性质	典型企业	价格控制程度	新厂商进入度	超额短期	利润长期
完全竞争	很多	无差别	农产品	无	容易	有	无
垄断竞争	多	有差异	轻加工业	有一定控制	有些难度	有	无
寡头垄断	少	有差异或同质	石油、铜铁民航等	有相当控制	难度较大	有	一般有
完全垄断	一家	单一	公用事业	程度较高	很难	有	有

2. 各类型特征分析

这四种类型的市场结构的竞争程度是依次递减的。竞争程度越高，进入成本越低，其产品价格受供求关系的影响就越大，企业竞争失败破产的可能性也越大，从而投资风险也越大；反之，垄断性行业的投资风险较小。

(1)完全竞争市场结构。在属于完全竞争市场结构的行业中，如农产品市场，任何一个厂商都无法独立地影响市场价格，而是由整个行业的供求决定价格。一般技术要求不高，厂商进出该行业容易，从长期看，该市场结构的行业只能获得社会平均利润。

(2)完全垄断市场结构。属于完全垄断市场结构的行业有邮政、电话、铁路、电力等行业，其特征一般有以下几点：①为公众的必需消费提供服务。②投资额巨大，进入成本高。③大多是政府特许经营，在一定范围内有业务专营权。④其产品、服务的价格多受政府限制。这类行业收益稳定，风险较小，投资者的利益有保障。

(3)寡头垄断市场结构。一般来说，属于寡头垄断市场结构的行业，其企业的生产经营规模相当大，整个市场被几家大厂商所分割占据，如石油、民航等。这类行业所需投资相当大，新厂商进入比较困难，并且有较强的控制价格能力，因此长短期内都存在超额利润。

(4)垄断竞争市场结构。属于垄断竞争市场结构的行业多是轻加工行业，其行业内部均存在程度不同的竞争，竞争的结果既有可能使盈利趋于稳定，也有可能损害所有企业的利益。在这类行业中，每个企业的销售量和利润率存在着差异，有时甚至十分悬殊，因此投资此类行业更需加强对企业的个案分析。

二、行业生命周期分析

1. 行业生命周期概念

行业的发展也同人一样，要经历一个由初创、成长到衰退的过程，其生命周期可划分为四个阶段：初创期、成长期、稳定期和衰落期。虽然不同行业在各

阶段的经历时间存在差别,但各阶段的基本特征对各行业来说却是大致相同的。表1.5.2是对行业生命周期的一般性说明。

表1.5.2　行业生命周期

	初创期	成长期	稳定期	衰落期
厂商数量	很少	增多	减少	少
利润	微利或亏损	增加	水平高,但增长慢	减少
经营风险	高	较高	低	较高

2. 周期过程与特征的具体分析

(1)初创期。随着社会的发展,新的行业将不断出现,从而代替旧的传统行业。在行业发展的初创期,整个行业缺乏成熟的技术和成功的经验,产品鲜为人知,市场需求很小,生产未形成规模,单位成本较高,行业利润低甚至发生亏损。这个阶段行业中企业数量很少,所含风险较大。

在初创期,低利润高风险使人们极少关注这类行业,因而其股价偏低。投资者应对行业的性质和社会经济形势进行综合分析,从而对该行业的未来发展前景作出正确预测,一旦发现其具有远大前景就应投资,等其发展到成长期,稳定期之后将会获得高额回报,包括股息和价差两部分。

(2)成长期。在初创末期,随着技术趋于成熟,市场需求扩大,产品成本降低,利润不断上升,行业便进入成长期。随着市场需求的扩大,行业中厂商的数量增加,竞争加剧,经营不善的企业被淘汰,而站稳脚跟的企业逐渐占据和控制市场,获取越来越高的利润。在这一阶段,行业的利润很高,但风险也很大,股价容易大起大落。

随着市场需求趋于饱和,产品销售增长明显变缓,赢利机会减少,行业进入稳定期。

(3)稳定期。进入稳定期后,企业数量因竞争逐渐减少,只剩下少数几家大企业较稳定地各占一定的市场份额,虽然企业间在产品质量、性能、售后服务等方面仍存在激烈竞争,但新企业已难进入。这个阶段利润水平仍很高,但增势已缓,企业平稳发展,其延续时间较长。处在稳定期的公司的股票也稳定上升,投资者应适时购进,享受稳定的收益。

(4)衰落期。这是行业生命周期的最后阶段。任何一个行业经历一段时期的发展后,总会进入衰落期。这是因为市场完全饱和,行业生产规模成长受阻,同时新替代产品出现,原行业市场需求开始萎缩,行业内竞争加剧,企业或被淘汰,或移资于其他行业,行业内企业数量日益减少,行业利润下降,从而该行业走向衰亡。衰落行业的股票多表现平淡,或趋于下跌,已孕含很大风险,投资者宜适时售出,移资其他成长行业。

3. 两点补充说明

(1)行业的实际发展因受诸多因素的影响,并不完全与上述四阶段相吻合,其特征表现也不尽相同。例如,某些轻工行业投资少,见效快,产品易打开市场,因而初创期很短,甚至一开始就有较高盈利。另一些行业虽已进入衰落期,却会由于外部因素的变化而出现销售收入和利润重新增长的"中兴",如石油价格上涨曾使煤炭行业重现生机。

(2)在分析行业生命周期时,应特别注意处在成长期的行业,不仅要看其销售和资产的增长,更要看盈利的增长及其绝对数量和相对数量,因为高增长有时并不就表明高收益。

三、行业性质分析

1. 依照商品形态

(1)产品是消费资料还是生产资料。前者可直接满足人们的需要,后者则间接满足人们的需要。生产资料受景气变动的影响比消费资料大,当经济好转时,生产资料的生产增加比消费资料快;反之,生产资料的生产萎缩也快。

(2)产品是必需品还是奢侈品。必需品的需求比奢侈品稳定,但随着收入的增加,人们对奢侈品的需求会增加,而必需品则变化不大。

2. 依照需求形态

这主要从产品的消费对象和销售范围来分析。不同消费者对产品的性能、档次有不同要求;不同的销售范围受不同范围经济形势的影响。例如,必须清楚产品是内销还是外销,内销主要受国内政治经济

的影响，外销则需考虑国际政治、经济、贸易、汇率等多方面影响。

3. 依照生产形态

在生产形态上，从资源投入看，行业可分为劳动密集型、资本密集型和技术密集型。在经济不发达国家或地区，劳动密集型企业比重较大，而在发达国家或地区，资本密集型则比重较大，随着科学技术的发展，又出现了技术密集型取代资本密集型的趋势。不同类型行业中的企业，其劳动生产率和竞争力也会不同，这将影响企业产品的盈利水平，造成投资收益的差异。

四、外部因素对行业的影响

行业所属公司股价除了一般规律外，在行业的整个发展过程中还会因其他外部因素影响而出现波动。

1. 相关行业变动的影响

(1)相关行业产品是本行业产品的替代产品，若相关行业产品价格上升，则会提高本行业产品需求，从而销量增加，盈利提高，股价便会上涨；反之，则结果相反。

(2)相关行业产品是本行业产品的互补产品，若相关行业产品价格上升，则会使本行业股票价格受一定影响。

(3)相关行业产品是本行业生产的原材料，若相关行业产品价格上升，会使本行业的生产成本提高，利润下降，从而刺激股价下跌；反之，则结果相反。

2. 政府干预的影响

在政府干预中，产业政策是最重要的因素。产业政策的本质是确定国家应优先扶植的主导产业和支柱产业。在实施产业政策时，国家可借助财政、货币、外贸、外汇等调控手段，对某种或某几种行业进行鼓励和扶植，而对不符合产业政策的行业有所限制。这样，不同的行业在产业政策中位置差异将对各行业的发展产生不容忽视的影响。

第六章　公司分析

一、公司的行业状况分析

上市公司所属行业的长期趋向和竞争状况直接影响到公司的发展前景和当前盈利，从而影响投资者的实际收益，引起投资者心理预期波动，最终导致股价的涨跌。

影响行业长期趋向和竞争状况的因素有产品生命周期、产业集中程度和国际竞争状况等方面。

（1）行业产品的生命周期长短是不一样的。例如，属于人们生活必需品的行业产品生命周期最长，可以延续不断；钢铁、能源等基础生产资料行业也可保持较长的生命周期；而一些深加工行业产品则常常是成长迅速，衰落也快，不过也有可能通过产品升级换代，使其生命周期得到延长。

投资实践已证明，不同产品周期阶段的公司收益、利润及股利、持股风险是各不相同的。在排除其他因素影响的假设条件下，购买投入期公司的股票风险极大，因为公司当期利润很少甚至亏损，公司有可能夭折，股价可能暴跌，但是，如果公司经营成功而步入成长期或成熟期，那持股者所承担的前期风险就会转成优厚报偿。而衰退期公司股票，除非公司能弃旧图新，或有其他外部机遇，一般不宜持有，即使持有也须小心。

如何才能考察公司产品进入什么周期阶段了呢？应结合上一章行业分析的内容方法，了解各行业的特点，在购买股票时尽量选择自己熟悉的行业公司，而小心对待陌生行业；要广开信息来源，如广播电视、报纸杂志，甚至人们的闲暇聊天，从中获取大量信息，然后去粗取精，去伪存真，从而帮助自己的分析工作。

（2）产业的集中程度主要通过竞争方式的差异来改变行业前景。无论初期是垄断还是小企业蜂拥而上，行业一旦进入稳定增长期大多会转向寡头垄断结构，出现几个市场占有份额率高的居领导地位的企业，它们之间的竞争结果维持行业内企业间的地位关系，任何越轨者都会受到其他企业的惩治。这种情况下行业内的一般企业想大力发展很难，若再遭遇国际竞争的冲击则更是雪上加霜。

（3）同行业或相关行业的国际竞争也是需认真对待的一个因素。国际竞争的发生要求投资者应从国际大背景下重新考察公司的状况。或许该公司原本国内称雄，却在国际竞争中败下阵来，那些原来受压制的国内企业就有可能落井下石，趁火打劫，这时的股价可能会有戏剧性变化，涨跌起伏，震荡不已。

（4）行业竞争程度也是考察分析公司的一个方面。行业竞争，涉及新企业进入，替代品威胁，原材料供应，行业内企业对抗程度等，一般来说，良性竞争有利于企业发展，但恶性竞争却会损害各方的利益。

二、公司的态势及其评估

1. 公司态势分析

根据公司在行业中的相对地位以及公司销售收入、利润的增长状况，公司态势可分为下面六种类型。

（1）缓慢发展型公司。这一般是大型公司和历史悠久的公司。它们的发展速度当初大多也是很迅速的，但现在由于其发展已经达到顶峰，或者因为其能力不足，无法再利用机会，或者所属行业整体处于不景气之中。总之，它的增长速度与国民生产总值相比要落后一些，有些甚至趋平或下降。

找出这类公司是不难的，一般其股价的表现也如其名，走势较平稳。另外，它还有一个特点，即支付股息比较慷慨，因为它找不到利用资金扩大生产的办法，就用慷慨的股息支撑信誉。这类公司的股票给投资者只能是股息，其股市上的价差收益是没什么希望的。

（2）稳健发展型公司。这一类型的公司其年增长率在10—12%之间，发展速度高于缓慢发展型，低于迅速发展型。这些公司多属大中型公司，处在人们生活必需品行业，经营业绩比较稳定，即使是在衰退和不景气的时候，它也能帮股东保住财产。

这类公司破产的可能性很小，购买这类股票，要注意弄清其股价是否过高，最近几年的增长势头以及长期增长率趋势。若打算长期持股，还应查阅在过

去经济衰退和市场疲软时期的经营业绩。

(3)迅速发展型公司。它的明显特点是规模小，活力强，年增长率在20%以上。像美国百货业的沃尔超级市场，服装零售业的盖普公司等。它们在一个地方经营成功后，就四处开花，一个城市接一个城市地开拓新市场，企业收入因之剧增，股票价格也一涨再涨。

迅速发展型公司多处在成长期甚至初创期，投资风险很大，不过风险虽大，只要企业仍能迅速发展，风险就会变成丰厚的收益。

在选择此类公司的股票时，应注意这类企业并不一定属于迅速发展的行业，而且对于股票投资来说，倒是最好不在热门行业，而是在发展缓慢型行业中有着足够发展余地的企业。因为热门行业竞争十分激烈，风险很大，利润很难长期保持高水平，其股价表现也变化莫测。同时，还要注意其资产负债表是否良好。

(4)周期起伏型公司，是指处在汽车、航运、轮胎、化工、国防等周期发展型行业的一些公司。它们的销售收入和利润基本上呈扩展、收缩、再扩展、再收缩的形态有规律地周期性变动，其股票价格也相应呈周期性波动。

要成功地进行周期起伏型公司的股票投资，关键在于及时发现该公司萧条或发展的迹象。因此，投资者应该研究有关行业的性质和发展规律，这样，在投资中会占很大优势。

在持有周期起伏型公司的股票时，要密切关注公司的存货和供求情况，注意竞争对手的进入，历史上收益高峰出现的规律，从而预测公司周期变化的主要趋势和转折点。

(5)资产隐蔽型公司，是指公司实际上拥有很多资产，但股票在股市上的表现却并没有把这些资产包括进去，即大多数人没有注意到公司的实际资产。这种资产可能是一片荒滩，一块土地，一批房产以及政策上的优惠，如外贸行业的出口退税政策。

当购买具有隐蔽资产的公司股票时，应尽量搞清隐蔽资产是否确实存在，价值多少，特别是土地资产，要考虑其增值程度。

(6)可能复苏型公司，是指由于决策失误，竞争惨败，经济紧缩衰退，难以支撑到底的公司，它们当前经营困难，财务亏损，甚至有破产的可能，但它们曾经是名声显赫，基础牢固的公司，因而虽然目前毫无增长可言，却仍然存在从危机中复苏的可能。例如，上海股市的中川国际，1996年中期报告每股亏损0.75元，就是因为其国外投资决策失误造成的，但该公司基础较好，有可能战胜危机，走出困境。

可能复苏型公司股票的最大特点和优点是其涨跌与市场的关联性较小，一旦公司有了转机，股价就会迅速上升，让股票持有者大赚一笔，所以要有耐心，并广泛收集信息，同时在分析信息时保持冷静头脑。具体方面要注意公司有多少现金，多少非现金资产，多少负债，债务结构，偿债能力等，同时还要看公司可采取的复苏手段，如剥离劣质资产，内部挖潜等。

2. 公司态势的评估

关于公司态势，应该指出的是，无论那一种公司都不可能是一成不变的，不能用静止的眼光看待某一类或某一个公司。实际上，许多公司开业时是一种类型，兴旺时属于另一种类型，衰败时则是另一番样子。具体每一个公司的态势类型划分可以从管理能力、经营效率、经营规模、固定资产、资本结构等五个方面进行评估。

(1)公司管理能力评估。从投资角度看，上市公司最重要的是其长期的发展和盈利，而这正是完全由公司管理能力所决定的。决定公司管理能力的因素是：①公司领导集团、决策集团的能力和团结的程度。②公司组织结构的合理与否。③人才对于公司的管理更具决定性意义，这不仅指专家，而且包括每个员工是否胜任公司的工作及其组合的优劣。

(2)公司经营效率评估。对于上市公司的经营效率，身处公司外的投资者可能很难找到适当的指标进行评估，但还是可以通过一些细微之处观察出其大致的经营效率。例如一定重大事件的公告迟早，财务报告公告的早晚，股东大会召开的先后，这些都是很容易比较出来的，而且它们也确是公司经营效率的一个方面。

通常来讲，处理例行事务效率较高的公司，在其他运营方面的效率也较高。

(3)公司经营规模评估。上市公司经营规模的大小是评估上市公司的指标之一，它虽然不能表示公司的盈利水平，但它显示了公司经营实力的强弱，通常用营业收入来衡量。

衡量营业收入可从三个方面着手：①营业收入绝对值。②营业收入相对值。③营业收入增减比率。其中，营业收入相对值的衡量有每股营业收入和资产经营比率两种方式。

(4)公司固定资产评估。这是评估上市公司实力的又一个指标，拥有大量固定资产的上市公司，一般

来说多是值得投资的好对象。

评估公司的固定资产时，要注意公司的隐蔽资产，如土地、房产等，这些资产的帐面价值往往是过去的记载，大大低于其实际资产价值。在市场疲软时投资于这类公司，总有一天，其股价会上升到与实际资产相当的位置，甚至矫枉过正，给投资者带来丰厚回报。

（5）公司资本结构评估。一般企业都是负债经营，在经济景气，营业利润高于利息的情况下，负债经营可增加企业能力，提高经营利润，增加股东收益；但在经济紧缩，市场疲软，利润不抵利息的情况下，负债经营就会大幅降低股东的投资收益。因此，投资者不能不考虑上市公司的资本结构。

公司资本结构构成分两部分：自有资本和负债。其中，

自有资本比率＝自有资本/总资本

负债比率＝负债/总资本

对投资者来说，自有资本比率较高的公司风险较小，负债比率较高的公司风险较大，但公司的自有资本比率过高也同时表明公司的资产利用能力不强。

三、公司经营结构与绩效分析

1. 公司的经营结构分析

公司的经营结构分析主要包括：生产的形态，公司地理环境，经营方式等方面的分析。

（1）生产的形态。在行业的性质分析中曾涉及了这方面的内容，除了对其主要投入资源类型进行分析，划分为劳动密集型、资本密集型及技术密集型之外，还需分析公司的生产是批量生产还是个别生产，生产规模的大小及生产是否一体化。通常技术程度高，规模大，则实力较强，利润较高，但规模小的公司也往往具有成长快的特点。

（2）地理环境。公司所处的地理环境对其生产经营有着直接影响，因为这关系生产和销售两方面。例如，生产所需原料的供给，公司用地及水电供应，劳动力成本高低等。

市场一般可分为三个层次：地区性、全国性和国际性市场，公司产销地之间的交通状况对于市场的开拓有较大影响。

（3）经营方式。经营方式分析主要是考察公司是单一经营还是多元化经营。单一经营往往承担较大风险，这是因为公司风险集中，当所经营的产品遭遇市场疲软，或经营成本提高时，企业会受到沉重打击，甚至停业和破产；而多元化经营的风险则相对分散，可谓东方不亮西方亮，当一种产品销售不好时，别的产品则可能正销势见旺，某种因素提高了一部分产品的成本，其他产品的成本则可能因此而下降，此消彼长，从而减少了经营风险。

不过，如果经营过度多元化也会使经营管理没有针对性，主业不清，形不成拳头产品和知名品牌，从而影响公司的盈利增长。同时，单一经营也有其优势，如果其产品具有技术或其他方面的垄断性，占有大范围市场，那公司不仅盈利丰厚，其品牌也会成为企业无形资产从而增强企业的综合实力。

2. 公司的经营绩效分析

分析公司的经营绩效，从公司内部角度看，主要是考虑以下几个方面：

（1）盈利能力。降低成本，提高利润是每个公司的目标，但如果公司只是通过增加成本或降低利润率来增加销售收入和利润量，那显然不能说其管理是高水平，其绩效自然也不高。其实盈利能力的考察只是一个相对的概念，应更注重横向的比较，在经济的周期性波动中，如果整个行业利润率都呈下降趋势，那么只要利润率下降幅度低于本行业其他公司，就不能说公司的绩效差。假如公司在这种情况下还能维持或提高利润率，那就可以判定其经营绩效是高水准的。

（2）融资能力。融资对于公司的生存和发展就如同人体系统所需要的营养，融资能力差，或造成公司资金不足而影响生产，或债台高筑而难以自拔。融资的方式有股票直接融资和银行贷款及发行债券间接融资，关键是公司必须从实际情况出发选择融资方式。

（3）公司的扩张。扩张能力也是公司经营绩效的一个重要方面，为了在市场竞争中不致失败，公司要不断地充实自己的实力，扩大自己，其途径一般有两条：①购买，增建厂房、设备。②通过收购、兼并方式把其他公司融入自身。富有创新、竞争意识的公司多会选择第二条途径，因为它见效更快。

（4）公关能力，包括对外公关和对内公关两方面，对外公关指企业形象的树立，产品的宣传，项目谈判，对外协调与合作等，尤其是企业形象的树立既是一种无形资产，也关系企业的实际；对内公关主要指公司与职工的关系，其有无向心力是事关公司成败的一个重要因素，良好的经营绩效在这里表现为既有严格的制度管理，又有以增强主人翁责任感为核心的教育关心。

四、公司产品分析

1. 产品的生命周期

同行业类似，任何产品也有其发展周期。这里所分析的是指公司主导产品的生命周期，因为主导产品是公司的主营业务，是公司资产和经营管理的集中所在，主导产品的经营状况，市场前景直接对公司的收入和未来的发展产生重要影响。

产品的生命周期分为四个阶段，即导入期，成长期，成熟期和衰退期，每个时期都有各自的特征和市场表现

（1）导入期。产品由试制转入小批量生产，市场需求量不大，研究开发的成本尚不能收回，加之还要投入大量广告宣传费用，因而风险较大，还不能以市场占有率和生产集中度来评判企业的竞争能力和发展前景。

（2）成长期。经过导入期后，一方面生产技术趋于成熟；另一方面进行了大量广告宣传，产品已正式进入市场，销路扩大，产品大批量生产，成本明显下降，且供给赶不上需求的增加，企业产品在市场同类产品中占有份额呈上升趋势，企业获利大幅增长。

（3）成熟期。成熟期开始阶段，产品需求量增长速度趋缓，至顶点后便处于基本稳定状态。市场中同类产品逐渐增加，市场饱和，企业收入与其产品市场份额相对稳定，故利润还是很可观的，这一阶段一般会经历较长的一段时间。

（4）衰退期。一段较长的相对稳定的成熟期之后，产品日渐老化，慢慢不为消费者接受，而被新的替代品取代。产品产大于销，价格降低，销售收入减少，企业应开始寻找新的主导产品了。

2. 产品流通结构

流通结构，主要分析产品到达消费者手中的经营与服务过程。流通结构基本上有四种类型：

（1）厂商—消费者。

（2）厂商—零售商—消费者。

（3）厂商—批发商—零售商—消费者。

（4）厂商—代理商—批发商—零售商—消费者。

企业选择的销售渠道环节少，效率高，则流通费用少，销售成本下降，同时，渠道畅通，流通速度也快，更容易增加销售收入。

3. 产品需求结构

需求结构主要是对产品需求对象的分析，是政府购买，还是某一特定产业部门，或某些产业部门。产品需求部门的长短期变动对产品需求的变动有很大影响，如消费钢铁的部门主要是船舶、汽车、机械等，这些部门景气的变动将很大程度上左右钢铁的需求，以钢铁为主导产品的企业之成长也因之被左右。

4. 产品分析的其他方面

（1）产品价格结构。这主要指产品或服务的价格的决定，是完全由市场确定，还是政府控制。前者企业拥有较大的灵活性，可视市场供求变化及时调整，大多数企业属于市场定价；后者的价格为政府控制，其涨跌和涨跌幅度受到限制，如大部分公用事业公司，这类公司多属于政府特许经营，有相当的垄断性。

（2）有无替代品。替代品的出现会威胁到现有产品的市场需求，如不锈钢餐具与瓷餐具，咖啡与茶叶等，在替代品出现后，要仔细观察比较二者之间的成本、价格、功能等，估计出对原有产品可能的冲击。

五、公司利润水平与股价关系分析

股票价格是未来股息收入的折现值，股息来自于公司利润。因此，利润的增减变化成为影响股票价值进而影响股票价格的根本因素之一。通常情况下，公司的利润水平上升，股价则上升；反之则下跌。但二者之间的对应在股市中的表现却并非如此简单，而是多了几层曲折。

（1）股票价格一般在利润变动公告之前就发生变化。因为股价变动反映了投资对未来收益的预期，在投资者事先观察到反映公司利润水平的信息之后，投资者便据此分析并做出预期，并付诸于实际买卖行为，使股价直至变动到与市场总体预期相适应的价位水平。

（2）公告发布时，公司实际利润水平与市场预期的差异会通过股价表现出来。如果实际利润水平高于市场预期，股价会上涨；如果实际利润水平低于市场预期，股价则下跌；二者一致则股价呈平稳状态。

（3）股价在利润水平变化影响下的变化过程是提前渐进的，而不是一次完成的。这是因为有关利润水平变化的信息是一点点表露出来，投资者的预期也随之不断调整和改变，股价也随之升跌，直至正式公告。

（4）股价变动的幅度一般高于利润水平变动的幅度。这源于股票价值的本质决定是对未来股息的折现值，利润水平的变动刺激投资者的长期预期改变，无论其提高或降低都会造成股票的大幅度变化。

此外，公司的利润分配政策也对股价有一定影

响,主要是指可分配利润是全部用作股息发放,还是留一部分或全部用于再投资。这里需要认真分析公司的投资收益能力,如果公司处于成长期,不进行分配而再投资有利于股东;即使分配,也有送红股和派发红利两种形式,送股会增加公司的资金量,但也会摊薄每股的收益,如果公司的成长性不够,那就会损害股东的利益。

六、公司行为分析

1. 公司行为的概念

公司行为,是指公司在一定的社会经济文化环境中,从事生产经营活动所表现出来的经常性、规律性的价值趋向和运营方式。它反映了公司本身对不断变化的社会经济环境的适应能力。任何一家成熟的公司在一个长期的生产经营活动过程中,总会形成自己的行为规律,它是公司性质、素质和经营活动的目标趋向的综合体现。因此,通过对公司行为的分析,投资者能够了解公司的现状和发展前景。

公司行为表现在生产、经营、管理的各个方面,通过其融资政策、股利政策、战略方针、企业文化等各方面得以反映。

2. 优秀公司的行为特征

美国经济学家托马斯·J·彼得斯和小罗伯特·H·沃特曼曾对此做了总结,这里择其精要加以说明。

(1)强调行动,注重实干。虽然优秀的公司注重各种分析,但却不囿于分析,其工作程序是“动手、确定、尝试”。为防止“官僚行政体制”的低效率,这些公司采取了大量切实可行的措施,包括设立临时特别机构、广开言路、组建质量小组等来促进组织的流动性和鼓励行动;鼓励实验;简化管理层次等。

(2)扬长避短,专心本行。优秀的公司强调专业化甚于多样化,大多是在和原有的主导性活动有关的专业技术、实力或资源的基础上进行多样化。那些寻求某种以变通求稳固的多样化,但又专心于本行的公司,往往能成为出色的成功者。即使失败,公司也能在不遭受巨大损失的情况下激流勇退。

(3)面向顾客。优秀的公司都注重始终不渝地面向顾客,预测并满足他们的需求愿望。它们向顾客提出无以伦比的质量、服务和可靠、实用的产品。此外,还注意以顾客为师,许多富于创新的公司都懂如何专心倾听顾客的意见,并从中获得出色的产品设想。

(4)自主竞争,鼓励创新。富于创新的公司都注意大量下放自主权,将市场竞争机制引入企业内部,鼓励和支持富有创造精神的人物冒尖,从而在整个组织上下培育了大批领导者和创新家。优秀的公司从不试图把任何一个人管得死死的,以致他们不能有所创造,而是鼓励有价值的冒险,支持有益的尝试。

(5)价值观念先进。每一家优秀的公司都非常重视价值观念的形成,都有一种独特的强劲文化支柱。这种企业文化,是一套非正式的规则,具有象征意义和暗示作用,包含着一种凝聚力。在优秀的公司中奉行以下几条基本价值准则:相信自己能成为最佳者;相信人们个人的重要性;相信优异的质量和服务的意义;乐于对创新者的失败加以鼓励支持;明确相信并承认经济增长和赢利的重要性。

(6)发挥人的作用。优秀公司都把职工当作提高质量和生产率的根本源泉,而不是将资本投资当作提高效率的基本源泉。“尊重个人”是这些公司实行的最重要宗旨,每个职工都被“当作是思想的源泉,而不是一双干活的手”。这些公司对一切员工待之以礼,待之以诚,乐于培养他们,给每个人以实在而明确的奔头,让他们能施展身手,献身于本职工作。

第七章　公司财务分析

一、财务报表的形式和内容

财务报表是根据会计的概念、假设、原则、程序与方法，按年、季、月定期地编制，全面又概括地反映公司财务状况的资料，其目的是定期反映企业的财务状况和经营活动成果。财务报表是上市公司需要定期向社会公众公布的一项内容，它侧重于反映已发生，并可用货币计量的经济信息。

财务报表主要包括以下四部分：①损益表及利润分配表。②资产负债表。③财务状况变动表。④附注。附注一般包括公司的会计方针及其变更对会计数据的影响，表内具体数据的具体说明，表外重要情况的说明，会计师审查意见及其签字。

1. 损益表

损益表，是指反映公司在一段时期内经营成果的财务报表。损益表大致可分为：主营业务收入、主营业务利润、营业利润、利润总额四大项。

此外，损益表还有一附属报表，即利润分配表，用来分析和说明公司利润的形成与分配过程。有时把二者合称利润及利润分配表。利润分配表包括净利润、可分配的利润、可供股东分配的利润、未分析利润四项。

这里要提醒股民的是，损益表与利润分配表既可以是一张完整的报表，也可以是由独立的损益表与利润分配表构成的两张报表。

2. 资产负债表

资产负债表，是指以货币形式反映公司在一定时期内的资产、负债与股东权益等财务状况及其平衡关系的财务报表。

第一，项目与分类

资产和负债是资产负债表的两个主要项目，其又可进行更细致的项目分类：资产可分为流动资产、长期投资、固定资产、无形资产与递延资产等；负债可分为流动负债、长期负债与递延负债等；资产与负债的差额即为所有者权益（股东权益），分别列示如下：

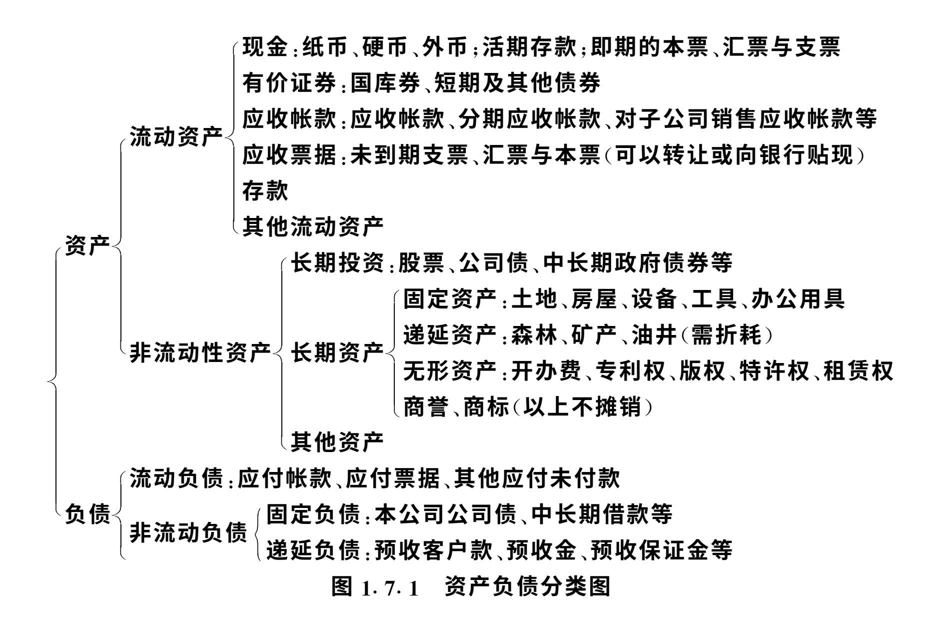


图 1.7.1　资产负债分类图

(1)流动资产。公司可随时用来作为支付手段，或可在正常营业期间变现出售或消耗的资产。它是衡量公司偿债能力的基础，具体包括现金、短期投资、应收票据、应收帐款、存货、一年内到期的长期债券投资等。

(2)长期投资，是指投资期在一年以上的投资，包括股票、土地、长期债券等。

(3)固定资产，是指可供企业在其生产经营中反复长期使用且具有物质实体的资产，包括土地、房屋、机械设备等。

(4)无形资产，是指商标、专利权、版权、商誉、租赁权等。

(5)递延资产，是指企业已支付费用，但由以后会计期受益的资产，包括预付房租、预付货款、预付保证金等。

(6)流动负债，是指将于一年内偿付的各项债务，包括应付帐款、应付票据、股息、税款等。

(7)长期负债，是指那些偿付期限较长(一年以上)的债务，包括企业发行的公司债、长期贷款等。

(8)递延负债，是指企业已预收收入而必须在后面会计期内用商品或劳务来偿还的负债，包括预收货款、预收租金等。

(9)所有者权益，是指企业所有者对企业资产所提出的权利要求，在资产负债表上体现为全部资产与全部负债的差额，即净资产。它源于投资者的投资和企业的利润，具体包括实收资本、资本公积金，盈余公积金和未分配利润。

第二，格式

资产负债表有两种格式：

(1)帐户式资产负债表，见表1.7.1。

表1.7.1　××股份公司资产负债表

1995年12月31日　　单位：千元

资产			权益		
流动资产			流动负债		
现金		9500	应付帐款		23400
有价证券		1000	应付票据		10000
应收帐款		8000	应付税金		2800
减：备抵坏帐	400	7600	预收收益		500
存货		34000	合计		36800
预付款项		2000	长期负债		
流动资产合计	54100		应付公司债		50000
长期投资			公司债溢价		2500
长期证券投资	10000		合计		52500
固定资产			负债合计	89300	
土地	80000				
房屋	4000		股东权益	100000	
普通股					
减：累计折旧	5000	35000	留存收益		63800
设备	80000		股东权益合计		163800
减：累计折旧		6000			
固定资产合计		189000			

资产总计	253100	权益总计	253100

(2)垂直式资产负债表,见表1.7.2。

表1.7.2 ××股份公司资产负债表

1995年12月31日 单位:千元

资 产				
流动资产				
现金			9500	
有价证券			1000	
应收帐款			8000	
减:备抵坏帐	400	7600		
存货			34000	
预付款项			2000	
合计				54100
长期投资				
长期债券投资				10000
固定资产				
土地			80000	
房屋			40000	
减:累计折旧	5000		35000	
设备			80000	
减:累计折旧	6000		74000	
合计				189000
资产合计				253100
流动负债	权 益			
应付帐款			23500	
应付票据			10000	
应付税金			2800	
预收收入			500	
合计				36800
长期负债				
应付公司债			50000	
公司债溢价			2500	52500
股东权益				
普通股			1000000	
留存收益			63800	163800
权益合计				253100

3. 财务状况变动表

财务状况变动表,是指根据企业一定会计期间内各种资产、负债和所有者权益的增减变化,反映资金取得来源和流出用途,说明财务动态的报表。

(1)特点和作用。

①财务状况变动表能揭示企业资金变化的原因,说明一些重要的会计事项,反映报告期内财务状况变动的全貌。财务状况变动表不仅能说明当期的

经营活动是怎样影响企业资金流动的。例如，报告期内企业运营资金的来源，哪些源于企业的净收益，哪些源于对外贷款，哪些源于股东的增加投资等。同时，财务状况变动表还能说明为什么在经营中取得了净收益财务状况反而恶化，为什么企业收益可观却无钱发放红利等。这些涉及财务管理和融资政策的重要问题都能在财务状况变动表中得到反映。

②财务状况变动表沟通了资产负债表和损益表之间的信息。资产负债表只静态反映期末企业各项资产、负债和所有者权益的变化结果，而不能说明这一变化是怎样引起的；损益表虽然是动态报表，但它也只是通过收入、费用匹配原则反映报告期内的运营结果，并不反映经营中的资金运动状况。财务状况变动表既反映资金变动的原因，又反映变动结果，成为资产负债表与损益表之间的桥梁。

③财务状况变动表是投资者和管理者了解分析企业的信息来源。财务状况变动表一方面反映经过一段时间的生产经营活动后资金增加与减少；另一方面从运营资金的来源和运用上可以分析资金增加和减少的原因。投资者从中就能掌握企业筹资、投资等理财活动的全貌，为正确决策提供参考；管理者则利用对财务状况变动表的分析测定企业财务管理效率，提高其在融资和用资上的能力。

(2)结构和说明。财务状况变动表是一种差额平衡的帐户式报表，分左右两方。左面反映资金的来源和运用，右面反映流动资产与负债各项目的变动。其差额平衡公式为：

$$\text{流动资金来源合计}-\text{流动资金运用合计}=\text{流动资产增加净额}-\text{流动负债增加净额}$$

上式中，等号左边反映的是动态的理财过程，说明企业从哪个渠道获得了资金，这些资金运用到了什么地方；等号右边反映的是理财的结果，说明期末比期初流动资产和流动负债的变化情况。

财务状况变动表的格式见表1.7.3。

表1.7.3　财务状况变动表

编制单位：××信托投资股份有限公司　　1996年度　　金额单位：元

流动资金来源和运用	行数	金额	
		母公司	合并
一、流动资金来源：			
1.本年净利润(合并报表为合并净利润)	1	42161486.91	42161486.91
加：少数股东本期损益(合并报表填列)	2		
加：不减少流动资金的费用和损失：	3		
(1)固定资产折旧	4	848908.24	2125200.85
(2)无形资产、递延资产及资产摊销(减其他负债转销)	5	337050.00	337050.00
(3)固定资产盘亏(减盘盈)	6		
(4)清理固定资产损失(减收益)	7		
(5)递延税款	8		
(6)其他不减少流动资金的费用和损失	9		
小计	10	43347445.15	44623737.76
2.其他来源：			
(1)固定资产清理收入(减清理费用)	11		
(2)增加长期负债	12		44729500.00
(3)收回长期投资	13		20381755.00
(4)对外投资转出固定资产	14		
(5)对外投资转出无形资产	15		
(6)资本净增加额	16	63822375.10	63972375.10

(7)少数股东资本净增加额(合并报表填列)	16—1		
小计	17	63822375.10	129083630.10
流动资金来源合计	18	107169820.25	173707367.86
二、流动资金运用:			
1.利润分配:			
(1)提取法定公积金	19	4216148.69	4216148.69
(2)提取法定公益金	20	2108074.35	2108074.35
(3)提取任意公积金(减盈余公积转入)	21		
(4)已分配股利	22		
(5)职工奖福基金(合并报表中外商投资子公司项目)	22—1		
小计	23	6324223.04	6324223.04
2.少数股东利润分配(合并报表填列)	23—1		
3.其他运用:			
(1)固定资产和在建工程净增加额	24	—3113603.33	24785872.15
(2)增加无形资产、递延资产及其他资产	25	3070500.00	3070500.00
(3)偿还长期负债	26	282540500.00	
(4)增加长期投资	27	22011941.47	5200000.00
小计	28	304509338.14	33056372.15
流动资金运用合计	29	310833561.18	39380595.19
外币合计会计报表折算差额(合并报表填列)	29—1		
流动资金增加净额	30	—203663740.93	134326772.67
流动资金各项目的变动			
一、流动资产本年增加数:			
1.货币资金	31	—7837663.35	26653946.14
2.短期投资	32		
3.应收票据	33		
4.应收帐款净额	34	—43903973.34	64405786.04
5.预付货款	35	16298887.33	
6.应收款	36	11672236.29	—27735858.79
7.待摊费用	37	—5089405.10	—1353329.84
8.存货净额	38	—429943277.38	84337862.44
9.待处理流动资产净损失	39		
10.一年内到期的长期债券投资	40		
11.其他流动资产	41		
	42		
	43		
	44		

流动资产增加净额	45	—475102082.78	162607293.32
二、流动负债本年增加数：			
1.短期借款	46	52160896.23	52160896.23
2.应付票据	47		
3.应付帐款	48	—199567893.90	38540770.63
4.预收货款	49		11867512.10
5.应付福利费	50	—326637.07	—302722.14
6.未付股利	51	—60998111.60	—60998111.60
7.未交税金	52	372404298	9602531.27
8.其他未交款	53	18746.17	
9.其他应付款	54	—66430638.49	—22609102.01
10.预提费用	55		
11.一年内到期的长期负债	56		
12.其他流动负债	57		
流动负债增加净额	58	—271438341.85	28280520.65
流动资金增加净额	59	—203663740.93	134326772.67

行政负责人：　　　　总会计师：　　　　制表：

二、财务报表的分析方法

了解了财务报表的内容和形式，只是财务分析的一个准备，要顺利完成财务分析，还要有明确的分析目的和正确的分析方法。

1. 财务报表分析的目的

财务报表分析的主要目的在于通过分析，判断公司的经营和财务现状，发现问题，揭示问题，得出分析结论，为投资和生产经营决策提供科学依据。对于投资者来说，就是研究企业所具有的长期或短期财力的大小。企业的财力主要包括三方面的能力，这也是财务报表分析的内容：

（1）偿债能力，包括短期偿债能力和长期偿债能力。不同偿债能力的考察需要不同的考核指标。例如，短期偿债能力要对流动比率、速动比率、存货周转率等进行分析，而长期偿债能力分析则包括资产负债表、负债经营率、投资报酬率等指标的分析。

（2）投资能力，是指企业利用目前所拥有的资源以及发行债券或股票后所具有的经营投入能力，它是和企业收益能力结合在一起的。

（3）回报投资者的能力，是指投资者最关心的项目之一，即企业能给投资者什么和能给多少。它与企业的经营绩效、获利能力、资本结构等相关联，是投资者进行财务分析的根本目的。

2. 财务报表分析的方法

要达到财务报表分析目的，就必须采用恰当的分析方法，从而得出正确结论。

（1）比较分析法，是指利用两期以上的资产负债表、损益表等并列进行比较。比较的方式，有绝对数的比较，即将两期以上的报表中的有关数字并列，从中观察企业资产、负债、所有者权益、收入、费用、利润等要素的增减变化情况；也可将各项经济指标与计划、定额进行比较，即将企业报告期完成的指标与计划指标相比较，与同行业相比较，从中了解企业在本行业中所处的地位。

（2）趋势分析法，是指根据企业连续数期的财务报表，比较各期的有关项目和金额，以揭示当期财务状况和营业情况变化的性质和趋势。趋势分析通常采用比较财务报表的方法，比较财务报表是将两年以上的财务报表并列在一起加以比较的报表。比较的内容有：

①绝对增减额，即以基期项目的金额为基础，将以后各期相同项目的金额与之对比，计算出增减额。

②增减百分比，即以基期项目的金额为基础，将以后各期同一项目的金额与之对比，计算出增减百分比。

③比重百分比，即将财务报表上的某一总和项目或关键项目的金额当作100%，将其余项目分别与之对比，计算出各有关项目在其中所占的比重。

在进行趋势分析时，首先要选择基期。基期的选择要有代表性，一般以第一年为基期。然后，应将连续几年的财务报表并列在一起加以比较，比较时还须注意关键性的数据，借在确定财务状况变动的主要原因，判断企业发展的趋势。

(3)比率分析法,是指根据财务报表上的相关数据,相互比较,确定它们之间的比率,以便说明有关项目之间的相互关系,据以评价企业的财务状况并发现经营中存在的问题。这种分析方法是财务分析中应用最广泛的一种工具,但比率本身并非目的,而只是显示企业财务信息的一种手段,在运用比率分析企业财务状况,判断经营管理优劣时,还需要选择一定的标准。比率分析中可供选择的标准有:

①普遍标准,即被普遍接受和公认的,在任何时间,任何行业,任何企业都适用的标准。

②行业标准,即适用于本行业的标准。

③竞争对手标准,即生产经营类型相同的企业,把竞争对手的各项指标作为标准,以激励本企业奋发向上,超过对方。

④本企业的目标标准,这实际上是与上面三种标准相交叉的,即企业事先制定出各项标准,以便将实际比率与目标比率进行比较,使企业的经营活动有一个确定的目标,促进和改善企业的相关工作。

3. 财务报表的趋势分析

趋势分析是通过对比连续数期的财务报表或财务比率,而揭示财务状况变动趋势的一种分析方法,它比只看一个报告期的报表或数据能了解更多的情况,并能判断企业财务状况的发展变化趋势。趋势分析法主要有以下几种:比较财务报表;比较百分比财务报表;比较财务比率。

(1)比较财务报表分析,是把数期财务报表的相同项目进行对比,得出增减变化的金额和变动幅度,从而说明财务状况的变动趋势。表1.7.4是比较资产负债表,其他报表的比较格式与此基本相同,在这里不再一一附上。

表1.7.4 ××公司比较资产负债表

1993年、1994年12月31日 单位:千元

	1994年	1993年	1994年比1993年增(减)	
			金额	百分比
资产				
流动资金:				
现金	12000	10000	2000	20%
应收帐款	25000	20000	5000	25%
存货	3000	3000	0	0%
流动资产合计	67000	60000	7000	11.67%
固定资产				
厂房设备(净值)	5000	50000	0	0%
资产总计	117000	110000	7000	6.36%
负债与权益				
流动负债:				
应付票据	11000	10000	1000	10%
应付帐款	18000	15000	3000	20%
应付费用	6000	5000	1000	20%
流动负债合计	35000	30000	5000	16.67%
长期负债:	2000	19000	1000	5.26%
负债合计	55000	49000	60000	12.24%
股东权益:				
普通股	30000	30000	0	0%
保留盈余	32000	31000	1000	3.23%
负债与权益合计	117000	110000	7000	6.36%

由表1.7.4可以看到,该公司1993年资产总额增加7000千元,比1994年增加了6.36%,这主要是现金和应收帐款的增加而引起的。为了满足资产增加所需资金,在负债和权益方面也有增加,其中增加

最多的是流动负债部分。

通过以上××公司两年的比较财务报表可以看出,此公司1994年资产总额增加7000千元,比1993年增加了6.36%,这主要是因现金和应收帐款的增加而引起的。为了满足资产增加所需要的资金,在权益和负债方面也有了增加,其中增加最多的是流动负债部分。企业要结合具体情况分析流动资产与流动负债增加的是否合理,特别是要对增长幅度较大的现金和应收帐款进行深入具体的分析。

(2)比较百分比财务报表分析,是把各年的财务报表先用百分比表示,然后再进行比较,这能充分揭示财务报表中各项比例的变化趋势。同时,用百分比分析不仅能比较单个企业的财务变动趋势,还可以把两家或多家企业进行比较,也可把一个企业与同行业的平均数相比较。

(3)比较财务比率分析,是行之有效的一种分析方法,将企业各项财务比率与适当标准进行比较,可以看出企业财务状况,但单纯的财务比率不能体现企业财务状况的长期变动趋势。为此可以把企业不同时期的财务比率按时间顺序制成财务比率比较表,这样即可以揭示企业财务状况变动的长期趋势了。

趋势分析是对连续数年的财务报表进行分析,这比分析单个报表能够了解更多的情况。趋势分析不仅能帮助财务人员获得企业财务状况变动趋势方面的信息,而且还能为投资者的决策提供一定的依据。趋势分析的不足是由于各种因素的影响,不同时期的财务报表可能存在不可比性。因此,在进行趋势分析时,必须排除偶然因素,如会计方法的改变,就需要先进行调整,统一口径,然后加以比较分析。

三、从比率分析判断公司经营状况

比率分析是在一张财务报表的不同项目与项目之间,不同类别之间或在两张不同财务报表如资产负债表与损益表的有关项目之间,用比率来反映它们的相互关系,以便从中发现和评价企业的财务状况和经营中存在的问题。

分析财务报表所使用的比率随着分析资料使用者的着眼点、目标和用途不同而异。例如,短期贷款者最关心的是企业的短期偿债能力;而投资者在于关注企业的获利能力和经营趋势,以便取得理想的投资报酬;至于企业的经营者,则要关心财务状况的每一方面,既要保证企业具有偿还长短期债务的能力,又要尽力提高获利能力,满足投资者的要求。因此,财务报表分析中的比率可分为如下四种基本类型。

(1)流动财务状况比率,即流动性比率,用来分析企业短期偿债能力,也就是企业以流动资产支付流动负债的能力。短期偿债能力对一个企业来说是十分重要的,如果企业缺乏短期偿债能力,就可能因其无力支付短期债务而被迫出售长期投资或拍卖固定资产,甚至导致破产。

(2)长期财务状况比率,包括资本结构和长期偿债能力两方面。资本结构,是指企业所拥有的资产与所有者权益及负债各因素之间的比例关系。因为企业长期资金的主要来源途径,一是所有者投资和盈余转投资,二是企业对外的长期借款,所以企业资本结构比率的分析同时也显示了该企业的长期偿债能力。

(3)资产运用效率比率。资产运用效率是以企业营业收入净额对各项资产的比例关系,据以评估企业运用各项资产效率的高低。运用效率高,说明企业经营顺利,资产运用效果好,投资该企业有利可图;运用效率低则相反。

(4)获利能力比率。获利能力是企业管理效能优劣,有无活力的标志,利润丰厚的公司最值得投资。因此,分析财务报表,必须分析公司当期投入的资本运用如何,获利如何。

以上是比率的四种基本类型,其中,每种基本类型里又包括多个具体比率。

1. 流动财务状况比率

(1)流动比率,是指流动资产与流动负债的比例关系,又称偿债能力比率,其计算公式为:

$$流动比率=\frac{流动资产}{流动负债}$$

一般来说,流动比率越高,表明公司的短期偿债能力越强,并表明公司运营资金充足;反之则公司的偿债能力不强,运营资金不充足。作为财务健全的公司,其流动比率应在2:1左右,至少不低于1:1。

但对于经营者和投资者来说,流动比率过高并不一定说明公司财务状况良好,尤其是应收帐款和存款余额过大引起的流动比率过高,更是不利于财务健全。通常认为流动比率超过5:1即意味着公司资产未得到充分利用。

(2)速动比率。流动比率只表明了企业流动资产与流动负债间的关系,未能涉及流动资产的内部实质。如果流动比率较高,而流动资产的流动性却很差,则企业短期偿债能力仍然不高。在流动资产中,

有价证券可随时通过证券市场变现转化成现金，应收帐款也能在较短时间内变为现金；而存货的变现能力则较差，需要环节较多，预付费用更是只能节约现金的支出而不能变现。因此，通常把现金、有价证券和应收帐款等称作速动资产。

速动比率，是指速动资产与流动负债的比例关系，它比流动比率更能严密地考察企业的短期偿债能力，其计算公式为：

$$速动比率=\frac{速动资产}{流动负债}$$

企业的速动比率至少要保持 1∶1 以上，才能算是具有良好的财务状况，但这只是一般的标准，不同的行业有不同的标准，例如百货业的存货较多，又多是现金交易，因而速动比率较低，维持在 1∶1 即可。

（3）现金比率，是指现金类资产对流动资产的比例关系。现金类资产是指现金与有价证券之和。现金比率的计算公式为：

$$现金比率=\frac{现金+有价证券}{流动资产}$$

现金比率越高，表明企业现金类资产在流动资产中所占比例越大，变现损失的风险越小，企业应急能力也越强。在运用此项指标评价企业财务状况时，应结合流动负债偿还的紧迫程度和行业特点综合考虑。

2．长期财务状况比率

（1）负债比率，是债权人权益与企业总资产的比例关系，其计算公式为：

$$负债比率=\frac{负债总额}{资产总额}$$

负债比率具有双重意义：一方面从债权人角度看，他们关心的是债权的安全性，负债比率高则意味着企业的风险将主要由债权人承担，因此他们希望比率越小越好；另一方面从股东角度看，企业举债筹措的资金与股东提供的资本在经营中的作用是相同的，所以股东更关心的是全部资产盈利率是否超过借入资金的利率，如果全部资产盈利率高于借款利率，股东获得的利润将随负债比率的提高而增加，反之股东则利益受损。

一般情况下，负债比率在 1∶2 左右较为适合，但在企业成长期，负债比率高于这一标准也是正常的。

（2）股东权益比率。这是与负债比率相对应的概念，是指股东权益总额与总资产的比例关系，计算公式为：

$$股东权益比率=\frac{股东权益总额}{资产总额}$$

股东权益比率与负债比率之和为 1，二者之间的关系就如同跷跷板，此消彼长。另外，在计算这一比率时，股东权益的各个组成部分，如普通股、优先股和资产重估的增值等都应包括在内，企业的无形资产亦要包括进去。

（3）股东权益与负债比率，是指企业股东权益总额与负债总额的比例关系。它直接反映了股东和债权人之间的投资比例，计算公式为：

$$股东权益与负债比率=\frac{股东权益总额}{负债总额}$$

这一比率越大，表明公司自有资本越雄厚，债权人的债权越安全；该比率越小，则说明公司负债越重，财务状况可能变坏。一般认为该比率的适宜范围在 1∶1 到 1∶1.5 之间。

（4）流动资产比率，是指流动资产与总资产的比例关系。它和固定资产比率一起表明了企业的资本结构，计算公式为：

$$流动资产比率=\frac{流动资产}{资产总额}$$

考察流动资产比率，需要注意企业的行业性质，以及周期变化，例如商业的流动资产比率比机械制造业要高，这是因为商业的资产中存货多而设备较少。另外，还要注意进行同行业间的比较和历年数据的趋势比较，以便更好地运用这一指标。

（5）固定资产比率，是指固定资产与总资产的比例关系，表明了企业总资产中投资于固定资产的多少，它与流动资产比率的和是 1。计算公式为：

$$固定资产比率=\frac{固定资产}{资产总额}$$

（6）股东权益与固定资产比率。这一比率可显示公司固定资产中有多少是用自有资本购置，并可评价公司固定资产是否膨胀过度。计算公式为：

$$股东权益与固定资产比率=\frac{股东权益}{固定资产}$$

该比率越高，则公司财务结构越安全，一般认为应在 1∶1 水平。如果过高，说明公司举债经营能力较差，缺乏扩张活力；如果过低则说明固定资产过度膨胀，这会造成资产流动性减小，影响偿债能力，从而使债权人风险增大。

（7）固定资产与长期负债比率。这一比率既可表明公司还有多少固定资产可作为长期借贷的抵押担保，又显示出长期债权人权益安全的程度。计算公式为：

$$固定资产与长期负债比率=\frac{固定资产}{长期负债}$$

假定长期负债是全部用以购置固定资产的，这一比率说明固定资产中来自长期借款的程度。在该比率大于1:1的情况下，它反映了企业潜在的借款能力，因为尚有固定资产用以抵押。

(8)经营偿债比率，是指公司长短期债务总额与经营利润的比例关系，它反映了公司偿还债务的最短期限。计算公式为：

$$经营偿债比率=\frac{流动负债+长期负债}{经营利润}$$

在运用这一比率时，需要注意的是：利润的稳定性，应取近几年平均值；利润的范围，因投资收益及其他补贴等变动较大，所以应以主营业务利润为主。

3. 资产运用效率比率

(1)应收帐款周转率，是指赊销净额与应收帐款之间的比率，应收帐款是未得现金的销售收入，其变现速度反映了资金使用效率。计算公式为：

$$应收帐款周转率=\frac{赊销净额}{平均应收帐款余额}$$

式中：

$$平均应收帐款余额=\frac{1}{2}\times(\frac{期初应收}{帐款余额}+\frac{期末应收}{帐款余额})$$

该比率越高，表明公司收帐越快，资金利用效率越高；该比率越低则相反。在计算应收帐款周转率时，要注意：

①销售收入应用赊销净额，而不是赊销总额，更不包括现销。

②为了消除季节的影响，最好采用月度应收帐款平均余额进行计算，用年初和各月的余额共13期相加后除以13后得到。

③商业应收票据应包括在应收帐款之中。

④应收帐款应是扣除预计坏帐损失的净额。

(2)存货周转率，是指一特定时间内(一般为一年)的销货成本与存货余额的比例，它可用于衡量企业存货周转的速度，评价企业销货能力和经营绩效。其计算公式为：

$$存货周转率=\frac{销货成本}{平均存货余额}$$

式中：

$$平均存货余额=\frac{1}{2}\times(期初存货余额+期末存货余额)$$

存货周转率越高，表明存货周转越快，如果是有利的经营，则利润越多，运营资金中用于存货的比例越小；如果存货周转率放慢，则可能表明存货不适应销售需要，或表明过多的流动资本在存货上停滞起来，资金效率降低。因此，存货周转率与企业的获利能力直接相关联。

(3)自有资本周转率，又称净资产值周转率，是指销售收入与股东权益的比例关系。其计算公式为：

$$自有资本周转率=\frac{销售收入}{股东权益平均余额}$$

式中：

$$股东权益平均余额=\frac{1}{2}\times(期初股东权益+期末股东权益)$$

通过这一比率，可以分析就销售收入而言股东投入的资本是否得到充分利用。自有资本周转率越高，表明自有资本周转越快，使用效率越高，但该比率过高则可能表示公司过分依赖举债经营，自有资本不足；自有资本周转率越低，表明公司的自有资本使用效率也越低。

(4)资产周转率，是指销售收入与资产总额之间的比率，计算公式为：

$$资产周转率=\frac{销售收入}{平均资产总额}$$

式中：

$$平均资产总额=\frac{1}{2}\times(期初资产总额+期末资产总额)$$

资产周转率是用以衡量公司总资产运用效率的指标，周转速度越快，表明总资产的利用效率越高；反之则越低。

(5)运营资金周转率，是指销售收入与运营资金的比率，用以评价运营资金的使用效率，其中，运营资金=流动资产-流动负债。其计算公式为：

$$运营资金周转率=\frac{销售收入}{运营资金平均额}$$

式中：

$$运营资金平均额=\frac{1}{2}\times(期初运营资金+期末运营资金)$$

不论何种企业，其销售收入与运营资金之间都应维持相当程度的逻辑关系，即都必须有相当数额的运营资金以维持正常的经营。该比率高，表明企业只需较少的资金投入运营即可获得较多的销售收入，效率较高；该比率过低，说明企业未能有效运用资金，运营资金存在呆滞现象。

4. 获利能力比率

(1)销售利润率,即税后利润与销售收入之间的比率,其计算公式为:

$$销售利润率=\frac{税后利润}{销售收入}$$

销售利润率较准确地反映了公司通过销售获取利润的能力,但在运用中应注意到政策的影响,如税率,目前中国的所得税为33%,而优惠税率为15%,投资者要了解清楚公司所适用的税率,它对销售利润有很大影响。

(2)资产报酬率,即税后利润加债务利息之和与资产总额的比率,计算公式为:

$$资产报酬率=\frac{税后利润+利息}{资产总额}$$

资产报酬率是衡量公司运用全部资产所获收益的指标。资产报酬率越高,表明公司越善于运用资产;反之,则资产利用能力差。

(3)股东权益报酬率,又称净资产值报酬率,其计算公式为:

$$股东权益报酬率=\frac{税后利润}{股东权益总额}$$

该比率反映了股东帐面投资的获利能力,对于长期投资者十分有意义。

(4)市盈率(从略)。

5. 比率分析小结

第一,比率分析的局限性

(1)比率分析属于静态分析,难以分析动态方面的情况。

(2)比率分析所使用的数据是历史数据,用于预测未来并不完全可靠。

(3)比率分析着重于财务报表两个项目之间的关系,而容易忽视整个报表各项目间的联系,造成只见树木,不见森林。

第二,局限性的克服

(1)将各种比率联系起来进行全面分析,以便准确判断公司的整体状况。

(2)注意考察公司的性质和特点,而不要只凭财务报表分析。

(3)将比率分析同其他分析方法相结合。

只有这样才能对公司的历史、现状和未来有一个较详尽客观的分析、了解,从而达到财务分析的目的。

四、小心财务陷阱

本章前三节讨论了财务报表和财务报表分析。这对于任何一个投资者,无论是长线投资者还是短线投资者来说都是十分重要和必要的。但是,财务报表及其公析是有一定局限性的,在运用财务报表分析作为投资决策参考时,需要小心财务陷阱,以防被其迷惑。

1. 会计处理方法的差异

进行财务分析时,应注意财务数据本身的局限性,会计处理方法的不同,是曲解财务数据可比性的主要原因之一。例如,对存货的不同估价方法会使对企业获利能力的评价产生不同的结果,下面用一案例加以说明。

表 1.7.5　两企业简化合并财务报表

金额单位:万元

项　　目	行数	两企业年初数	年末数	
			A 企业	B 企业
资产	1			
现金	2	100	600	350
存货	3	500	500	1000
厂房	4	1000	1000	1000
资产合计	5	1600	2100	2350
负债与权益	6			
流动负债	7	100	100	100
长期负债	8	500	500	500
普通股权益	9	1000	1500	1750
负债与权益合计	10	1600	2100	2350
损益	11			
销货收入	12		3000	3000

销货成本	13		1500	1000
毛　利	14		1500	2000
其他费用	15		500	500
税前利润	16		1000	1500
所得税(40%)	17		400	600
净利润	18		600	900

注:(1)A 企业采用后进先出法,B 企业采用先进先出法。(2)两企业年初存货均为 2000 万单位,单价 0.25 元,金额总计 500 万元;每个企业加上本期各购入的 3000 万单位,单价 0.5 元,金额各共计 1500 万元。(3)每个企业本期都销货 3000 万单位,单位 1.0 元,各得销货收入 3000 万元。(4)销货成本=销货数量×存货单位成本;年末存货=年初存货+本期购货-销货成本。

通过计算可得到:

A 企业(后进先出法)资产收益率为 28.6%。

B 企业(先进后出法)资产收益率为 38.3%。

由财务报表以及有关项目的计算结果来看,似乎投资 B 企业更有利可图,但实际上两企业并无区别。A 企业收益较低并非因为经营不善,而是因为其在通货膨胀条件下使用后进先出法估价存货,造成了较高的销货成本和较低的期末存货,可见两企业的差距完全是由于会计处理方法不同造成的。表面上 A 企业显得差,而从现金流量的意义上讲 A 企业比 B 企业少纳 200 万元所得税,因而实力倒更强从而更有利可图。

采用其他会计方法也会造成类似的假象,如一个企业通过短期非资本化获得大量设备,则该企业的帐面资产会相对较低,就会出现较高的资产周转率。

2. 通货膨胀的影响

通货膨胀会破坏传统财务会计的币值稳定的假设下收入与费用相配合的原则,从而降低财务报表分析的准确性。在企业的财务报表上往往会出现这样的情况:一方面在损益表上反映的利润数字很大,经营良好;另一方面在资产负债表上出现的现金数字却很少,资金严重不足。通货膨胀使资产负债表上的存货和固定资产的历史成本远低于现行成本。在损益表上销售收入是依照现行价值,而销售成本中的存货和折旧费是历史价格水平,收入与费用不相配合,从而虚增了利润。利润虚增和资产虚减使得评价企业营业效率的指标——资产收益率被夸大了。

同时,由于通货膨胀引起的币值变动的影响,使公司不同时期的财务报表的各项数字、比率等资料的比较缺乏可比基础。可见,通货膨胀妨碍了投资者、债权人、经营者对公司财务状况和经营成果的判断和决策。

3. 人为粉饰的迷惑

有一些公司为了树立或保持良好的公司财务形象,有时采用粉饰技术使其财务报表看上去更加令人乐观。例如,故意把原本年终时要进的货推迟到下年初再买,或者年终时将借款还清等到下年初再行商借等,这样就会改进公司的流动比率和速动比率,使年度报告中的资产负债表反映的情况良好,然而这却是临时性的,一段时间后就会恢复到原来的状态。

4. 成果解释的困惑

同一张财务报表,不同的角度会得出不同分析结论,这在比率分析中尤其明显,很难对一个特定的比率作出好或坏的结论。例如,较高的速动比率反映了较强的变现能力和短期偿债能力,但同时又反映了现金超额,而超额现金是非收益资产,孰好孰坏?再如,一个较高的资产周转率说明企业资产利用效率高,但也可能表明该企业投资不足和缺乏购买足够资产的资金。

5. 案例:深圳发展银行基本分析(1995 年)

第一,宏观经济分析:中国经济增长与股市长期发展态势

(1)中国经济增长分析。自 1978 年改革开放以来,中国经济的增长逐渐表现为一种投资膨胀经济。这种投资膨胀经济是以资本的高投入低产出为代价的,说到底是由中国经济体制转轨时期的资本运营的低效率造成的。

①从经济增长与投资增长关系看,每一次经济的增长都伴随着投资的膨胀。在 1978~1995 年的 18 年中,经济增长最快的 2 年是 1992 年和 1993 年,增长率分别为 13.4%和 13.2%,同时也是固定资产投资增长最快的 2 年,投资增长率分别高达 42.6%和 58.6%,表明两者具有高度相关性。

②从投资率(即投资总额占 GDP 的比重)看,投资已成为中国经济高速增长的主要推动力。自经济改革以来,中国投资率一直居高不下,经济增长最快的年份同时也是投资率最高的年份,即使在经济增长的低潮,投资率仍不低于 25%。1992 年和 1993 年的投资率分别达 32.22%和 39.75%,而在宏观高度紧缩的 1994 年,投资率仍高达 36%,属于世界少数高投资率国家之一。造成高投资率的主要原因在于,经济转轨时期产业结构的失衡,不利于社会劳动生产率的有效提高和社会资源的充分利用。

中国这种投资膨胀经济的直接后果表现为,一方面因投资总量的增加而导致宏观经济总量的相对增加,同时在宏观经济总量增加的背后,存在因投资结构和产业结构的不合理而导致的微观经济效益的滑坡。由于投入多而产出少,这就不可避免地产生因投资的过度膨胀而带来的严重通胀。1994 年和 1995 年的高度通胀是由于 1992 年和 1993 年的投资过度膨胀所致(虽然 1993 年央行已明确表示要收缩银根,但事实表明,1993 年的投资增长率仍是历年来最高的一年)。这样就会出现两种局面,一方面是经济增长率相对较低,而另一方面则是不可避免的高通胀。而高通胀则使经济由名义上的高增长表现为实际上的负增长,1993 年、1994 年、1995 年这 3 年,中国经济的实际增长率平均呈现负值。对上市公司来说,1994 年沪市公司利润总额比 1993 年增加了 25%,但平均每股收益与 1993 年持平,同为 0.285 元(算术平均),净资产收益率不到 11%(以年末摊薄计),与银行同期储蓄存款利率差不多,结果是股市对社会没有回报或回报较少。但是,另一方面社会对股市的索取却多,由于长期资金极为紧缺,企业在向银行贷款困难(尤其是 1993 年紧缩银根以来)的情况下,必然转向股市或短期资金拆借市场,而短期资金拆借不但利率高而且期限短、数量有限,因此企业更倾向于前者。从 1993 年到 1994 年,在短短的 2 年时间里,中国股市上总股本扩大了 10 倍还多。这两方面的矛盾正是导致股市牛短熊长的根本所在。

因此,中国经济周期性波动的直接原因是投资的波动,而造成投资波动的根本原因在于中国经济是一种投资膨胀经济,这种经济增长的直接动力就是投资,投资膨胀的结果在资本的低效率下又不可避免地表现为高通胀。因此,中国经济周期的直接表现便是:低增低胀(复苏阶段,投资开始扩张)→高增低胀(高涨阶段,投资过度膨胀)→高增高胀(收缩阶段,投资开始紧缩)→低增高胀,最后又回到低增低胀。根据表 7,若从 1978 年算起,前 3 年低增高胀尚未明显形成周期性。从 1981 年到 1989 年,中国经济完成了从复苏到高涨,再到收缩的整个过程,为第一周期段。第二轮经济周期是从 1990 年开始运行,1992 年和 1993 年投资达到了最高峰,经济增长与通胀同时也达到了双高,经过 1993 年下半年、1994 年及 1995 年上半年的投资紧缩,经济增长放缓,通胀也由 1994 的峰值 25.2%快速回落,截止到今年 7 月已降至 14.6%,预计到年底可降至 8%左右,全年通胀预计为 14.8%,完成中央年初预定的 15%左右的调控目标。目前我国经济增长已降至 10%左右,今年底或明年初将顺利实现经济的“软着陆”

(2)经济周期与股市周期的关系。股市似有先知先觉,它的周期总是在经济周期之先。在经济走势上升的几个月前,它就上升;在经济走势下跌的几个月前,它就下跌。正是由于股市具有这种“超前反应”,所以在经济繁荣的时候,股价反而下跌;而在经济萧条、前景暗淡的时候,股价却上升。根据统计,美国标准普尔 500 家最大公司的股价高峰,在 1952~1980 年的 28 年间平均 8 个月领先于经济生产高峰,而股价的低点在 1957~1982 年的 25 年间平均 3 个月领先于经济生产的低潮。

以美国最近一个经济周期为例,美国经济自 1991 年第二季度才开始缓慢走出衰退,而在 1991 年 8 月份,美国股市就提前 7 个月开始走出 2350 点(以道·琼斯工业指数为例)的阶段性低谷,到 1991 年第二季度经济真正开始复苏时,股市已上升至 3000 点左右,升幅达 27.7%。为了刺激经济的增长,美联储从 1991 年 2 月到 1992 年 7 月,连续 6 次将贴现率从 6%降至 3%,联邦资金利率也从 3.75% 调低至 3.25%,各大商业银行的优惠贷款利率也进一步调至 6%,从而使各项利率跌至 30 年以来的最低水平。低利率对刺激美国经济复苏起了相当大的作用,从 1993 年第四季度(利率变动对经济的作用大约要滞后一年左右)开始经济进入快车道,1994 年美国经济在低通胀下继续保持高速运行,势头强劲。前 3 个季度增长率高达 3.8%,企业设备利用率达 85%的高水平,很多企业处于满负荷运转状态,失业率降到 5.6%,通胀率也一直控制在 3%以内。而这段时间股市则是一路上扬,连破 3500 点、3800 点、4000 点大关,于 1995 年 7 月中旬达到历史最高点 4736 点。为使“过热”的经济降温,防通胀于未然,美联储从 1994 年 2 月到 11 月 15 日相继 6 次把联邦基金利率从 3%提高到 5.5%,相继 4 次把贴现率

从3%提高到4.75%,商业银行的优惠利率从6%提高为8.25%。利率的提高虽然较好地控制了通胀,但也不可避免地使美国经济增长速度放慢。多数专家认为,1995年美国经济实际增长率将降至2.5%左右。自8月份以来纽约股市已停滞不前,并向下调至4600点上下,表现为“拉锯战”,便是美国经济由高峰开始步入低谷的讯号。由于近期美元兑日元走势十分坚挺,连破90,95,98等关口,直逼105位置,为美联储再次减息提供了空间,预计美国经济增长率在保持适度增长的条件下,年底会略有上升,美国经济保持适度增长将使股市开始下挫的时日延续。但是,在本轮经济周期结束之前,华尔街股市定会提前结束这一轮升势。预计1995年底1996年初,华尔街股市将会进入一个较长的回调休整期。

中国的经济周期与股市周期之间同样存在着类似关系。自1990年底和1991年初中国创立上海和深圳股市以来,虽然1991年和1992年2年上海和深圳上市公司仅三十几家,还远未像个“股市”模样,但是,应该说,自从中国股市诞生的第一天起,它就与中国经济表现出了“休戚相关”的关系。以沪市为例,1990年中国经济正处于新一轮低增低胀的启动时期,投资率由1990年的25.14%提高到1991年的27.75%再到1992年的32.22%。1991年开始的投资膨胀,使中国经济的增长率由1990年的4.1%提高到1991年的8.2%,1992年经济增长达到了高峰,增长率达到了13.4%。这种由1990年启动的一轮增长周期,表现在股市上,正是1992年以前股市的牛市期。投资膨胀以1993年达到历史最高峰,投资率高达39.75%,与此同时,通胀率也一下由1992年的5.4%上升到13.2%,中国经济出现了高增高胀,此后则逐步进入低增高胀期,经济增长率由1993年的13.4%降至1994年的11.6%,而通胀则由于投资的滞后效应,在1994年达到最高峰,为21.7%。这种由1993年开始步入的高胀低增经济低潮,其实早在1992年下半年股市就已开始反应(提前3～4个月),在1992年11月初股市达到了历史低潮386.85点。由于超跌股市作“反抗性”大涨,加上一些股市的非成熟人为因素,股市在1993年初(2月底)达到历史最高点1558.95点。此后,股市一路下跌,1994年7月跌至历史最低点325.89点。有人把这段时间的下跌归咎于股市的过度扩容,其实这只是表层原因,最根本的原因还是在于经济的不景气和银根的收缩。中国政府在1994年8月份出面干预,以“三大政策利好”来挽救股市,但股市规律是不可逆转的。股市在外界的干预下于短短的一月内上冲1050点又在不到一月的时间迅速回落至624点附近,且在624点上下盘桓震荡达9个月之久。进入8月份以来,随着国内通胀的有效回落,股市似乎有趋好之势。本轮经济增长是否已到收尾阶段,新一轮经济增长是否快要来临,直接决定着今后股市的走向。

(3)股市长期态势展望。1995年下半年,在继续严控固定资产投资贷款的同时,央行已根据形势的需要,适当松动了流动资金的贷款规模,今后5个月将有3600亿元信贷资金(1500～3000亿流动资金)陆续投入,在投资方向上将注重投资结构的调整。随着通胀的逐月回落,预计从1996年2月份开始保值贴补率将迅速下降。据最新统计资料,1995年国内金融机构严重亏损,1～5月累计亏损148亿元,银行经营压力很大。在此背景下,央行将适度降低相对较高的名义存贷款利率,并适当增加存贷利差。为了保持经济的持续稳定增长,估计央行1996年将略加放松银根,新一轮的经济周期将于二季度开始启动,该轮经济周期与上轮相比,经济增长与通胀的波动都将比较平稳。

根据我国股市周期超前经济周期7～8个月左右的规律,预计股市将在1995年10月左右结束1993年以来的阴跌低迷,进入一轮新的上升周期,1996～1997年股市将呈总体长期升势。

第二,行业分析、金融业发展分析

(1)金融业概况。金融业是为经济发展提供资金融通服务的产业,金融业目前已成为第三产业中的重要行业,在市场经济中发挥着重要作用。

1984年,我国“大一统”的金融体制被以中国人民银行为核心、以商业银行为主体的中央银行体制所取代,标志着我国金融业新的开端。从1986年开始,我国逐步设立股份制商业银行和区域性商业银行。1986年,交通银行正式成立,1987年中信实业银行成立,同时部分区域性商业银行如福建兴业银行、广东发展银行、深圳发展银行和招商银行等也相继成立。到1995年6月,包括四大国家商业银行在内的商业银行已达15家,国家政策性银行3家。与此同时,非银行金融机构的数量也迅速扩张,目前已形成了由信托投资公司、保险公司、合作银行、城市信用社、农村信用社、企业集团财务公司、金融租赁公司和证券公司等组成的非银行金融机构体系。在这些机构中,信托投资公司提供的金融资产占有较大的比例,信托投资公司也经历了较大的曲折,先后经

历了1982年、1985年、1989年和1993年四次治理整顿。截止1994年末，信托投资公司的数量已近400家，这些公司大致分为三类，一类是各专业银行所属的信托投资公司，一类是各地方政府成立的信托投资公司，一类是股份制性质的信托投资公司。受国家宏观经济政策和中央银行货币政策的影响，近年相当一部分信托投资公司处于经营困难境地，主要问题是：①信贷资产质量差，逾期货款多；②资金来源紧张，短期资金长期运用，负债业务中违规问题突出；③由于风险资产多、流动性差，造成支付困难，资本充足率下降；④经济效益不理想，资产利润率下降。1994年，中央银行提出了银行业、信托业和证券业分业经营改革措施。目前银行所属信托投资公司和证券公司正在与银行脱钩，不少机构将被撤销或改组合并。

与信托投资公司相比，除国家四大专业银行外，新成立的商业银行经营相对较好。这些商业银行从成立开始，就建立了一套比较灵活的经营机制，其资产质量、流动性和风险控制等方面均好于专业银行和信托投资公司。

金融业是政府严格限制进入的行业，凡设立金融机构，必须经中央银行审批，私人不允许进入金融业。

90年代是我国金融体制改革的第三次变革时期，根据中央1993年的金融体制改革方案，改革重点主要是：①政策性金融与商业金融相分离；②国家专业银行向商业银行转化；③完善中央银行调控体系。目前商业银行和信托投资公司正在适应这一新的变革，逐步实行资产负债比例管理，实施分业经营和分业管理，按照新的金融法规调整与规范运作。

(2)经营状况(以信托投资公司和商业银行为例)。

①据中央银行公布的1995年第二季度金融统计数据，到6月末，金融信托投资机构资产总额为4524.12亿元，其中各项贷款2367.74亿元，占52.34%；投资511.03亿元，占11.3%；证券业务316.57亿元，占7%；金融机构同业往来381.7亿元，占8.4%。负债总额3365.43亿元，其中各项存款(包括委托存款、信托存款、保证金存款和其他存款)1726.46亿元，占总负债的51.3%；金融机构往来601.35亿元，占17.9%；证券业务款项247.42亿元，占7.4%。和国家银行相比，信托投资公司的资产结构中贷款所占比例较低。同样，资金来源中存款所占比例也比较低，机构往来和证券业务占有较大的比例。

②1995年6月末，包括深圳发展银行在内的其他银行(不包括人民银行、政策性银行、国有商业银行、交通银行、中信实业银行)资产总额为2177.53亿元。其中，各种贷款920.89亿元，占资产总额的42.3%；投资及租赁93.42亿元，占4.3%；金融机构往来167.25亿元，占7.7%。负债总额1363.93亿元，其中各项存款1187.78亿元，占87.1%，金融机构往来143.46亿元，占10.5%。和国有商业银行相比，其他银行资产相对比较分散，而且对中央银行的资金依赖性较低。

③资产质量问题是目前我国金融机构经营中普遍存在的问题。据统计，目前我国银行资产中逾期贷款占全部贷款的比例为20%，属于呆滞贷款和呆帐贷款的比重约为3%。目前许多企业自有资金很少，企业的生产经营主要靠银行贷款，不少企业把银行贷款当作自有资金长期周转使用，因此很难按期偿还。

④金融机构目前经济效益高低不一，差别较大。有的金融机构效益骄人，而有的却濒临破产。但总体上看金融业仍是效益较好的行业。资产利润年平均水平约为1.6%，资本金利率平均约为12%。

第三，发展前景

金融业具有广阔的发展前景。目前，我国市场经济体制已逐步确立，经济发展中突出的问题依然是资金短缺问题。传统上，我国的金融以间接金融为主，今后一段时期内仍将以间接金融为主，同时直接融资也将进一步发展。因此，各类金融机构在国民经济中的作用将愈来愈重要。

金融业发展的有利因素是：①我国国民经济的快速增长，为金融业发展提供了极好的机遇；②我国金融业发展滞后，新的金融资产和金融业务有待进一步开发，因此，金融业有着广阔的发展空间；③随着各种金融法规的完善，金融业的经营和竞争将更趋市场化和规范化；④90年代证券市场的发展使金融业的发展领域拓宽。

金融业发展的不利因素有：①通货膨胀一直是经济发展中的大问题，为此，中央银行的货币政策仍将实行适度从紧的政策，一定程度上限制了金融机构的资产扩张；②受现代企业制度进程的影响，金融改革必须和企业改革同步配合，不能孤军突出；③国外金融机构已开始进入中国市场，其经营策略和营销方式将会对中国金融业带来一定的压力，竞争将趋激烈。

表 1.7.6　1993 年中国最大 500 家服务业企业中前 20 名的金融保险机构

名次	机　构　名　称	资产总额(万元)
1	中国工商银行	195905800
2	中国银行	173126900
3	中国人民建设银行	106567600
4	中国农业银行	105652800
5	交通银行	19673623
6	中国国际信托投资公司	8286077
7	中国对外经济贸易信托投资公司	5885356
8	中国人民保险公司	5830000
9	中信实业银行	4284157
10	广东发展银行	3128412
11	招商银行	1582293
12	上海国际信托投资公司	1343056
13	广东国际信托投资公司	1242862
14	福建兴业银行	1116560
15	中国农村发展信托投资公司	985072
16	中国经济开发信托投资公司	959497
17	深圳发展银行	933787
18	山东国际信托投资公司	900113
19	中国光大银行	899000
20	上海浦东发展银行	876091

第三,公司分析:深圳发展银行

综合分析:

深圳发展银行是 1987 年由深圳特区内的 6 家信用社经合并改组而成,1987 年向社会公开发行股票,1988 年公开交易。公司主要经营人民币和外汇各种银行金融业务。该行在深圳市拥有众多支行和营业网点,其广州分行等外地分行及办事机构已经设立或将要设立;另外,该行还拥有全资和参股企业多家。该行成立以来,业务一直发展较快,除银行传统业务外,证券、信托投资等金融业务也取得了较快发展;该行的软硬件环境条件也得到了很大的改善。在未来的发展中,该行以深圳为基地向外地扩展,由地方性银行逐步向全国性银行方向发展。公司所处行业市场竞争比较激烈。但发展前景良好。公司在行业中具有机制上的优势。公司几年来存款上升较快,资产总额增长比较快,主营业务收入稳步提高。公司具有相当的发展潜力。

公司负债比率不高,吸收存款能力有待进一步提高;流动比率略低,偿债能力较强。公司每股净资产较高,净资产收益率较高。公司股票 P/E 值适中,公司具有较高的长期投资价值。

第八章　K 线理论

一、K 线的画法和主要形状

1.K 线的画法

K 线又称为日本线，据说起源于 200 年前的日本。当时日本没有股票市场，K 线只是用于米市交易。经过上百年的运用和变更，目前已经形成了一整套完善的 K 线分析理论。技术分析中的重要流派——K 线派就是专门以研究 K 线的形状和组合为基础的。

K 线是一条柱状的线条，由影线和实体组成。影线在实体上方的部分叫上影线，下方的部分叫下影线。实体分阴线和阳线两种，又称红(阳)线和黑(阴)线。

一条 K 线记录的是某一种股票一天的价格变动情况。将每天的 K 线按时间顺序排列在一起，就组成这支股票自上市以来的每天的价格变动情况，这就叫日 K 线图。

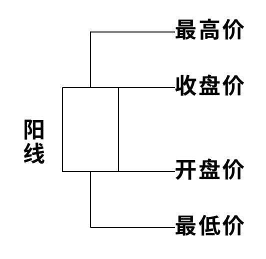
价格的变动主要体现在四个价格上，即开盘价、最高价、最低价和收盘价。

开盘价是指每个交易日的第一笔成交的价格，这是传统的开盘价定义。由于存在机构庄家利用通讯方式的优势，故意人为地造出一个不合实际的开盘价的弊端，目前中国市场采用的是集合竞价的方式产生开盘价，这样就减少了传统意义上的开盘价的缺陷。

最高价和最低价是每个交易日中成交的股票中，成交价格最高的和最低的那个价格。它们反映当日股票价格的上下波动的幅度大小。最高价和最低价如果相差太大，说明当日股票市场交易活跃，买卖双方争执激烈。但是，同传统的开盘价一样，最高最低价也容易受到庄家大户的故意做市，造出一个脱离实际的最高价和最低价。

收盘价是指每个交易日的最后一笔成交的股票的成交价格，是多空双方经过一天的争斗最终达成的共识，也是供需双方当日最后的暂时平衡点，具有指明目前价格的非常重要的功能。四个价格中，收盘价是最重要的，很多技术分析方法只关心收盘价，而不理会其余三个。人们在说到目前某支股票的价格时，说的往往是收盘价。

图中，中间的矩形长条叫实体，向上、向下伸出的两条细线叫上、下影线。如果开盘价高于收盘价，则实体为阴线或黑线，(如右图)；反之，收盘价高于开盘价，则实体为阳线或红线(如左图)。将四个价格的价位都在坐标纸上一一标出，然后按图 1.8.1 的方式即可画出。每个交易日的 K 线连续不断地拼连下去，就构成股票价格有史以来的每一天的交易情况的 K 线图，看起来一目了然。看见了 K 线图就会对过去和现在有大致的了解。



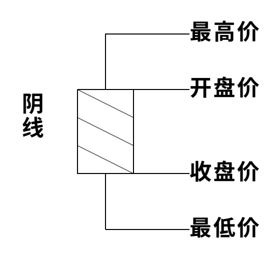


图 1.8.1　K 线的基本形态

2.K 线的主要形状

除了图 1.8.1 所画的 K 线形状外，由于四个价格的不同取值，还会产生别的形状的 K 线，概括起来，有

下面列出的六种如图 1.8.2。

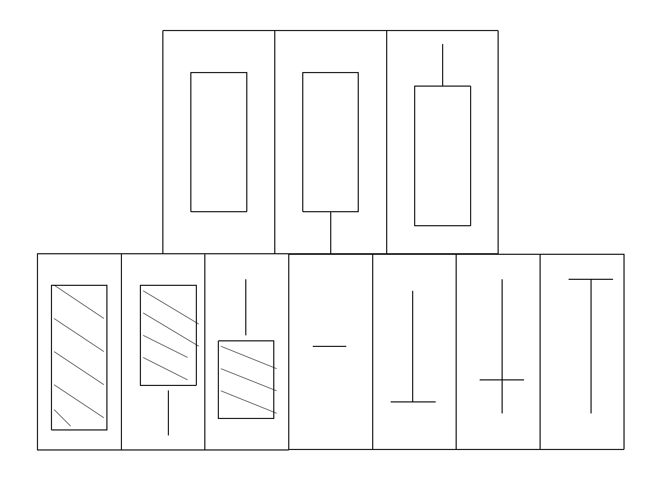


图 1.8.2　K 线的几种别的形状

（1）秃头阳线和秃头阴线。这是没有上影线的 K 线，当收盘价或开盘价正好与最高价相等时，就会出现这种 K 线。

（2）光脚阳线和光脚阴线。这是没有下影线的 K 线。当收盘价或开盘价正好与最低价相等时，就会出现这种 K 线。

（3）秃头光脚的阳线和阴线。这种 K 线既没有上影线也没有下影线。当开盘价和收盘价分别与最高价和最低价中的一个相等时，就会出现这种 K 线。

（4）十字星。当收盘价与开盘价相同时，就会出现这种 K 线，它的特点是没有实体。

（5）T 字型和倒 T 字型。在十字星的基础上，如果再加上秃头和光脚的条件，就会出现这两种 K 线。它们没有实体，而且没有上影线或者没有下影线，形状像英文字母 T。

（6）一字型。这是一种非常特别的形状，它的四个价格都一样。这种情况几乎见不到，只是理论上存在。在发行一个事先定好价格的股票时，会遇到这种情况。同十字星和 T 字型 K 线一样，没有实体。没有实体就无法区别是阴线还是阳线。

除了日 K 线外，我们还可以画周 K 线和月 K 线。其画法与日 K 线几乎完全一样，区别只在四个价格的选择。周 K 线是指这一周的开盘价，这一周之内的最高价和最低价以及这一周的收盘价。月 K 线则是这一个月之内的四个价格。周 K 线和月 K 线的优点是看趋势和数周期比较好。

二、K 线的组合应用

股票价格的变动是市场行为的表现，变动要受到政治的、经济的、心理的等多方面因素的影响和左右。市场的行为包括一切，股票价格的变动肯定是有理由的。

股票市场是买方和卖方永远站在对立的两边，进行不断较量的战争，一方胜利了，另一方一定失败。股票投资者为了使自己获得利益，必须准确地看出在未来的日子里双方究竟是谁占上风，以便使自己正确的投入到占优势的行列中。

K 线图其实是将买卖双方这段时间以来实际战斗的结果用图表表示出来的方法之一。从中能够看到买卖双方在争斗中力量的增加和减少，风向的转变，以及买卖双方对争斗结果的认同。

1. 单独一根 K 线的应用

第一，秃头光脚小阳线实体

如图 1.8.3。表示价格上下波动的幅度很小，没有明显的趋势，说谁占优势还为时尚早。结合它之前 K 线的情况，可能有以下几种涵义。

（1）盘局时。这时说明多方稍占优势，大举向上突破的时机并不成熟，多方只是试探性地将价格向上缓慢地推升，后面结果怎样，心里没底，因为空方

虽然在当天处于下风，但并没有失败，只是暂时受挫。

（2）前一天是大涨，今天是再一次上涨（图1.8.3）。表明多方踊跃入场，大量买入，供需平衡受到严重的破坏，市场呈现高涨的浪潮。

（3）前一天大跌，今天再一次跌（图1.8.3）。表明多方正顽强抵抗当前出现的空方浪潮，但是抵抗并未取得明显的决定性的战果，多方今后还将受到来自空方的力量的考验，结果如何还很难说。

第二，秃头光脚小阴线实体

如图1.8.4。这个K线与秃头光脚小阳线实体的涵义正好相反，只要将1中所述的内容中的涨改成跌，跌改成涨，多方换成空方，空方换成多方，买入换成卖出，就可以得到这种K线对市场的表现的内容。同样，结合它之前的K线情况，它也分为三种涵义。

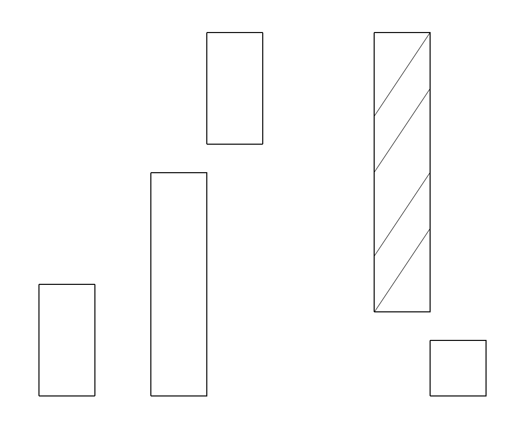


图1.8.3 小阳线

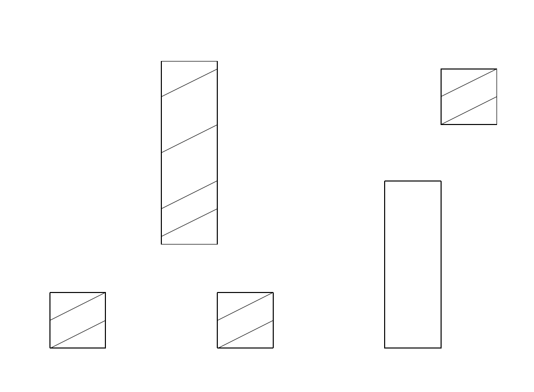


图1.8.4 小阴线

第三，秃头光脚大阳线实体

如图1.8.5。与1不同。这种K线说明市场波动很大，多空双方的争斗已经有了结果。长长的阳线表明，多方发挥了最大的力量，已经取得了决定性胜利，今后一段时间多方将掌握主动权。换句话说，今后讨论的问题将是还要继续上涨到什么地方，而不是要跌到什么地方。如果这条长阳线出现在一个盘局的末端，它所包含的内容将更有说服力。

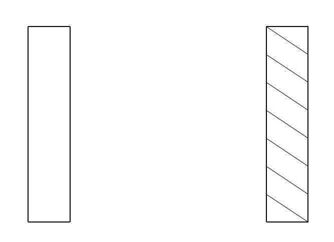


图1.8.5 大阳线和大阴线

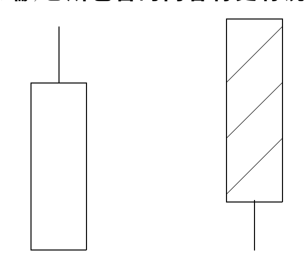


图1.8.6 光脚阳线和秃头阴线

第四，秃头光脚大阴线实体

如图1.8.5。涵义正好同3相反。现在是空方的市场，空方说了算。空方取得的优势的大小与3相同。

第五，光脚阳线

如图1.8.6。这是一种上升抵抗型K线。多方虽占优势，但不像3中的优势那么大，受到了一些抵抗。多方优势的大小与上影线的长度有关，与实体的长度也有关，一般说来，上影线越长，实体越短，越不利于多方，也就是多方所占优势越小；上影线越短，实体越长，越有利于多方，也就是多方占的优势越大。

（1）实体长度大于上影线长度。表明多方虽受到抵抗，但是仍然占优势。

（2）实体长度等于上影线长度。表明多方的优越正在减少，空方的力量正在增加。

(3)实体长度小于上影线长度。表明多方在开始取得优势后,现已经被空方顽强拉回,多方将在次日坚守自己所取得的阵地,前途未卜。

第六,秃头阴线

如图1.8.6。这是下降抵抗型。它所包括的内容正好与5相反。将5中的上影线换成下影线,多方换成空方,就是其内容的完整的叙述。

第七,秃头阳线

如图1.8.7。这是先跌后涨型,多方在开始失利的情况下,尽力充分地发挥力量,整个形势是多方占优。多方优势的大小与下影线和实体的长度有关。下影线和实体的长度越长,越有利于多方,也就是多方优势越大;下影线实体长度越短,越不利于多方,也就是多方优势越小。

第八,光脚阴线

如图1.8.7。这是先涨后跌型。与7相反,这是空方反败为胜的K线。空方的优势大小,与上影线和实体的长度有关。越长越有利于空方,空方优势越大;越短空方优势越小,越不利于空方。

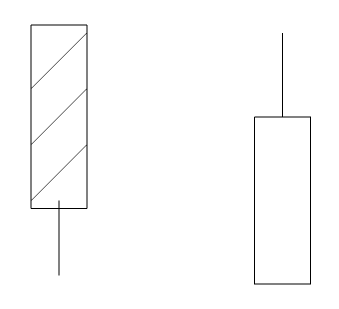


图1.8.7　秃头阳线和光脚阴线

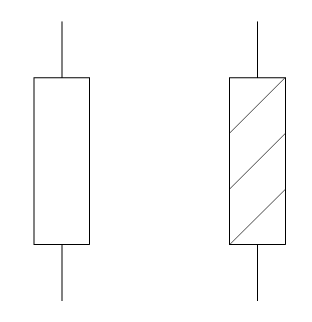


图1.8.8　有上下影线的阴阳线

第九,有上下影线的阳线

如图1.8.8。这是最为普遍的一种K线形状。这种形状说明多空双方争斗很激烈。双方一度都占据优势,把价格抬到了最高价和最低价,但是,都被对方顽强地拉回,只是到了结尾时,多方才把优势勉强保住。

对多方与空方优势的衡量,主要依靠上下影线和实体的长度来确定。一般说来,上影线越长,下影线越短,实体越短,越有利于空方占优,而不利于多方占优;上影线越短,下影线越长,实体越长,越有利于多方占优,而不利于空方占优。上影线和下影线相比的结果,也影响多方和空方取得优势。上影线长于下影线,利于空方;反之,下影线长于上影线,利于多方。

第十,有上下影线的阴线

如图1.8.8。与9一样,这也是最为常见的一种K线形状。它的涵义与9差不多,只是这种局面稍稍倾向于空方,因为,在临近收尾时空方稍微取得了优势。

双方优势的衡量方法同9一样,唯一不同的是,这时的实体越长,越利于空方,而不是9中的利于多方。

第十一,十字星

如图1.8.9。这是不容易出现的K线形状。由于不易分阴阳,则画图时,与昨日收盘相比,若上涨,则为阳线(红线);反之,就画成阴线(黑线)。十字星分为两种,一种上下影线很长,另一种上下影线较短。

上下影线较长的称为大十字星。表示多空争夺激烈,最后,回到原处,后市往往有变化。多空双方优势由上下影线的长度决定。

上下影线较短的称为小十字星。表明窄幅盘整交易清淡,买卖不活跃。

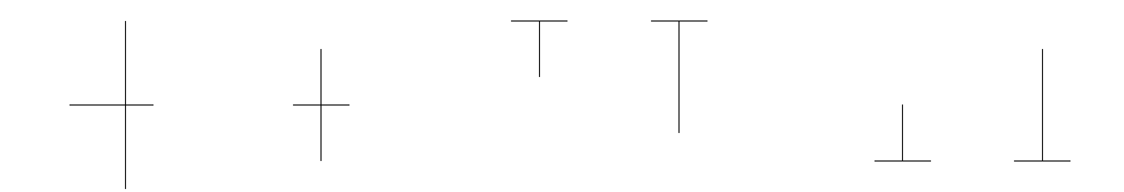


图 1.8.9　十字星　　　　图 1.8.10　T 字型

第十二,T 字和倒 T 字型

如图 1.8.10。用前面关于上下影线的对多空双方优势的影响的叙述,可以很快知道:

(1)T 字型是多方占优。下影线越长,优势越大。

(2)倒 T 字型是空方占优。上影线越长,优势越大。

以上介绍了 12 种 K 线所包含的对市场行为的反映。内容很多,记忆起来比较困难。下面指明几点,在进行记忆和进行应用时可以简化我们的工作。

如果上影线相对于实体来说非常小,则可以等同于没有,也就是说,太短的上影线与秃头没有什么区别。同样,下影线如果相对于实体来说非常小,也可视为没有,即太短的下影线与光脚没有什么区别。总而言之,上下影线小到一定程度,我们就可以视之为没有。

指向一个方向的影线越长,越不利于股票价格今后向这个方向变动。阴线实体越长,越有利于下跌;阳线实体越长,越有利于上涨。

2. 由两根 K 线的组合推测行情

两根 K 线的组合情况非常多,要考虑两根 K 线的阴阳、高低、上下影线,一句话,两根 K 线能够组成的组合数不胜数。但是,K 线组合中,有些组合的涵义是可以通过别的组合涵义推测出来的。我们只需掌握几种特定的组合形态,然后举一反三,就可得知别的组合的涵义。

无论是两根 K 线还是今后的三根 K 线,都是以两根 K 线的相对位置的高低和阴阳来推测行情的。将前一天的 K 线画出,然后,按这根 K 线将数字划分成五个区域(图 1.8.11)。

第二天的 K 线是进行行情判断的关键。简单地说,第二天多空双方争斗的区域越高,越有利于上涨;越低,越有利于下降,也就是从区域 1 到区域 5 是多方力量减少、空方力量增加的过程。以下是几种具有代表性的两根 K 线的组合情况,由它们的涵义可以得知别的两根 K 线组合的涵义。

(1)如图 1.8.12。这是多空双方的一方已经取得决定性胜利,牢牢地掌握了主动权,今后将以取胜的一方为主要运动方向。右图是空方获胜,左图是多方获胜。第二根 K 线实体越长,超出前一根 K 线越多,则取胜一方的优势就越大。

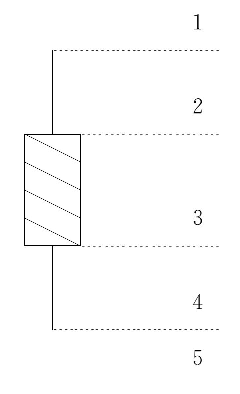


图 1.8.11　线区域的划分

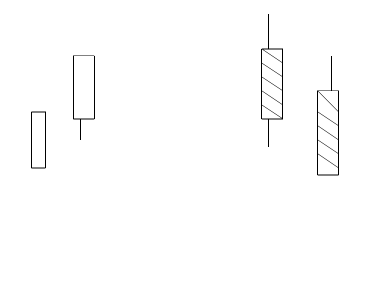


图 1.8.12　连续两阴阳

(2)如图 1.8.13。右图一根阴线之后又一根跳空阴线,表明空方全面进攻已经开始。如果出现在高价附近,则下跌将开始,多方无力反抗。如果在长期下跌行情的尾端出现,则说明这是最后一跌,是逐步建仓的时候了。要是第二根阴线的下影线越长,则多方反攻的信号更强烈。

左图正好与右图相反。如果在长期上涨行情的尾端出现,则是最后一涨(缺口理论中把这叫做竭尽缺口),第二根阳线的上影线越长,越是要跌了。

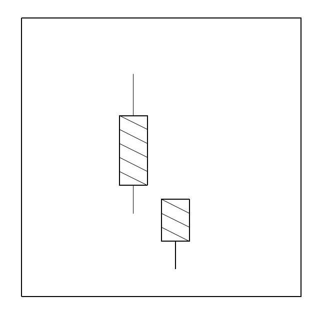
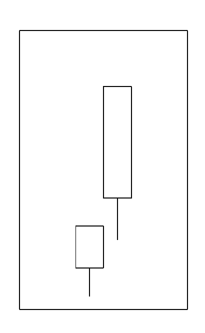



图 1.8.13　连续跳空阴阳线

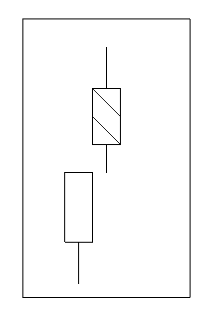
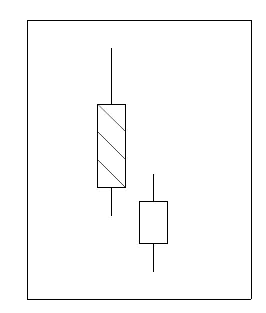



图 1.8.14　跳空阴阳交替 K 线

(3)如图 1.8.14。左图一阳加上一根跳空的阴,说明空方力量正在增强。若出现在高价位,说明空方有能力阻止股价继续上升。若出现在上涨途中,说明空方的力量还是不够,多方将进一步创新高。

右图与左图完全相反。多空双方中多方在低价位取得了一定优势,改变了前一天的空方优势的局面。今后的情况还要由是在下跌行情的途中,还是在低价位而定。

(4)如图 1.8.15。右图连续两根阴线,第二根的收盘不比第一根低。说明空方力量有限,多方出现暂时转机,股价回头向上的可能性大。

左图与右图正好相反。是空方出现转机,股价将向下调整一下。如前所述,两种情况中上下影线的长度直接反映了多空双方力量的大小程度。

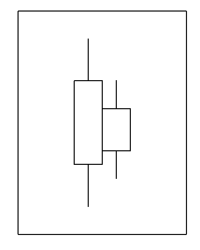
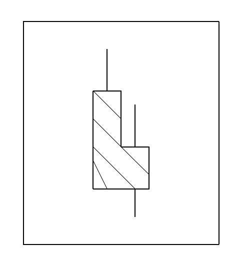



图 1.8.15　两阳和两阴

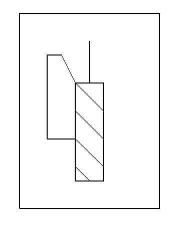
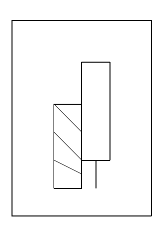



图 1.8.16　阴吃阳和阳吃阴

(5)如图 1.8.16。右图一根阴线被一根阳线吞没,说明多方已经取得决定性胜利,空方将节节败退,寻找新的抵抗区域。阳线的下影线越长,多方优势越明显越大。左图与右图正好相反,是空方掌握主动的局面,多方已经瓦解。

(6)如图 1.8.17,左图一根阴线吞没一根阳线,空方显示了力量和决心,但收效不大,多方没有伤元气;可以随时发动进攻。右图与左图刚好相反,多方进攻了,但效果不大,空方还有相当实力。同样,第二根 K 线的上下影线的长度也是很重要的。

(7)如图 1.8.18。左图为一根阴线后的小阳线,说明多方抵抗了,但力量相当弱,很不起眼,空方将

发起新一轮攻势。右图与左图正好相反，空方弱，多方将发起进攻，创新高。

3. 由三根K线推测市场行情

两根K线的各种组合较多，三根K线的各种组合就更多了，更复杂了。但是，两者考虑问题的方式是相同的，都是由最后一根K线相对于前面K线的相对位置来判断多空双方的实力大小。由于三根K线组合比两根K线组合多了一根K线，获得的信息就多些，得到的结论相对于两根K线组合来讲要准确些，可信性更大些。这一些完全可以理解，多一根总比少一根好，因为考虑的东西更全面，更深远。

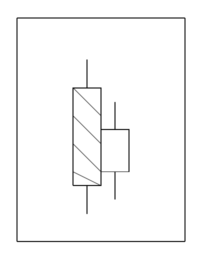
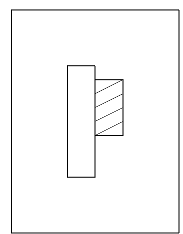



图 1.8.17 进攻失败

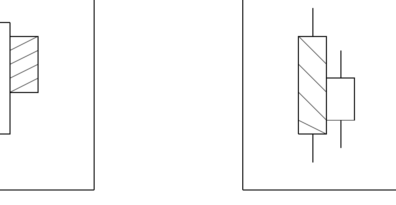
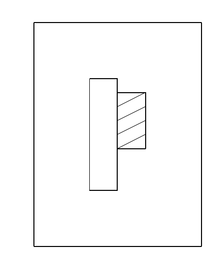



图 1.8.18 进攻失败

同两根K线的组合情况一样，我们只给出几种具有代表性的三根K线组合的情况，分析它们的表达涵义和对多空双方力量大小的描述，进行推测大势，次日的大致的走向倾向。这几种情况之外的三根K线组合情况，可根据具体情况，从这几种代表中选一个相近的进行预测。

(1)如图1.8.19。左图一根阳线比两根阴线长，多方充分刺激股价上涨，空方已经失败。结合两根K线组合中的第五种(图1.8.16)代表进行分析，会发现二者有相通的地方。

右图与左图正好相反，是空方一举改变局面的形势，空方因此而势头强减。

(2)如图1.8.20。左图为连续两根阴线之后出现一根短阳线，比第二根阴线低。说明买方力量不大，这一次的反击已经失败，下一步是卖方发动新一轮攻势再创新低的势头。比较一下两根K线中的第七种(图1.8.18)，会发现一些相通的东西。

右图与左图刚好相反，卖方力量不足，买方仍居主动地位。

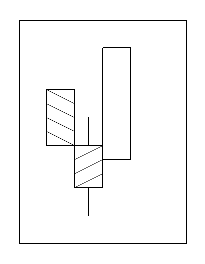
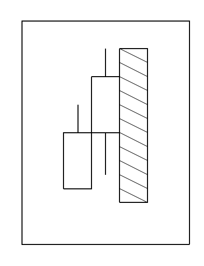



图 1.8.19 反击成功

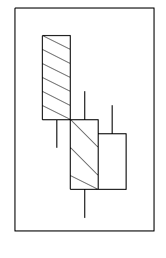
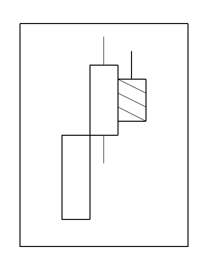



图 1.8.20 反击失败

(3)如图1.8.21。左图为一长阴，两小阳，两阳比一阴短。表明多方虽顽强抵抗第一根K线的下跌形势，但收效甚微，下面即将来临的是空方的进攻开始。与图1.8.20和图1.8.18相比较，都有相同的推理方式和对后势的推测方式。

右图与左图相反，多方占据主动，空方力量已消耗过多，多方将等空方力尽展开反击。

(4)如图1.8.22。左图一根阴线没有一根阳线

长，空方力度不够，多方第三天再度进攻，但未能突破高档压力，后势将是以空方进攻为主，空方这次力度的大小将决定大方向。与图 1.8.18 比较会发现有相似的地方，图 1.8.18 是图 1.8.22 的尾巴，它们的结论都是相同的。

右图与左图正好相反，多空双方反复拉锯之后，现在轮到多方向上抬，结果将如何，要看向上的力度。

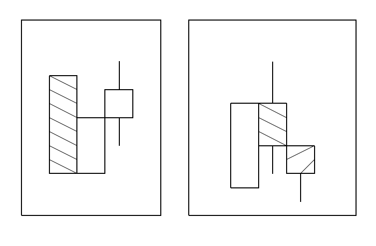


图 1.8.21　反击两天失败

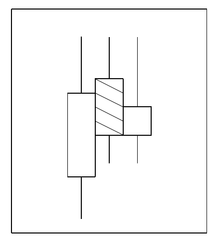
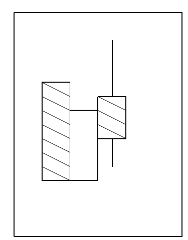



图 1.8.22　反击一天失败后再获优势

(5)如图 1.8.23。右图一根阴线比前一根长，说明空方力量已占优，后一根阳线未超过前一根阴线，说明多方力量已经到头了。后势将以空方为主角，主宰局面。这个图又是图 1.8.18 的一个推广，它继承了图 1.8.18 的结论，但结论的准确性比图 1.8.18 高，上面的图 1.8.20、图 1.8.21、图 1.8.22 也有类似的结论。

左图与右图正好相反，是多方的市场，因为第三根阴线比第二根阳线低，多方将唱主角。

(6)如图 1.8.24。左图两阴夹一阳，第二根阴线比第 1 根阳线低，这是图 1.8.24 与图 1.8.23 的最为根本的区别，正是这一区别，使得这两种图的力量对比发生了根本的变化。左图是空方占优，在下落途中多方只作了小的抵抗，暂时收复了一些失地，但在第三天空方的强大打击下，溃不成军，空方已占优势。另外与图 1.8.16 比较，也会发现两者的相通的地方。

右图与左图相反，是多方的优势。

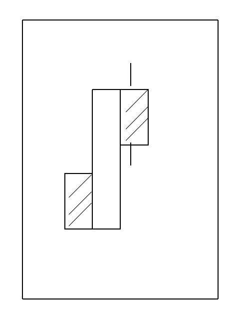
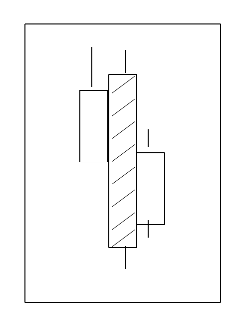



图 1.8.23　两阳(阴)夹一阴(阳)

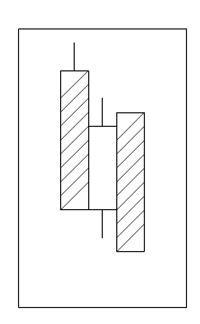
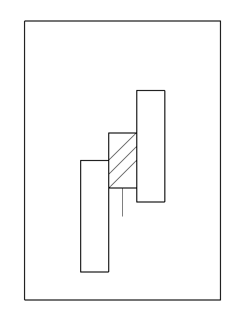



图 1.8.24　两阳(阴)夹一阴(阳)

(7)如图 1.8.25。两阴吃掉第一天的一根阳线，空方的力量已经显示出很强大。多方连续两天失利，并不能肯定就完全无望，此时应结合这三根 K 线前一天的 K 线情况加以细分。大约可以分成三种情况。

①如图 1.8.25(a)。两阴比两阳短，说明多方优势还在，还握有主动权。

②如图 1.8.25(b)。两阴比两阳长，说明空方优势已确立，下一步是空方的主动。

③如图 1.8.25(c)。四根 K 线中有三根阴线，说

明空方进攻态势很明确。另外,单从前三根 K 线看,第四天是多方的主动,但是第四根 K 线只稍微向上拉了一下就向下直泻,表明我们原先期待的多方优势其实是非常的小,根本经不起空方的冲击。

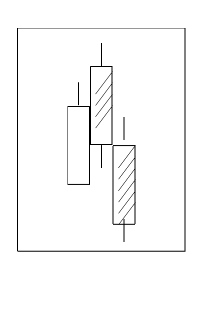
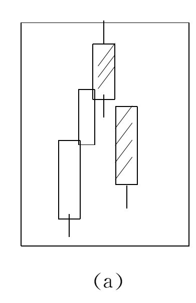
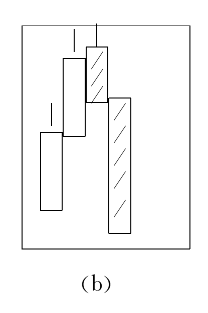
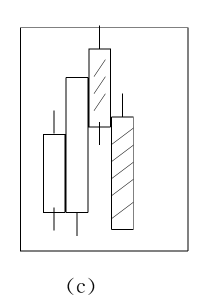


(a)

(b)

(c)

图 1.8.25 两阴吃一阳

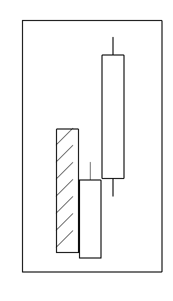
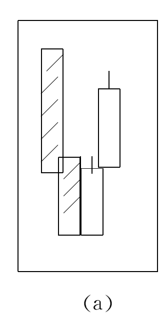
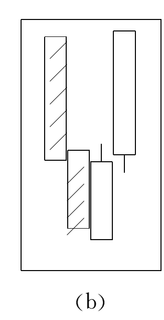
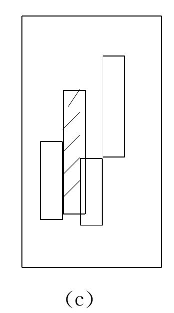


(a)

(b)

(c)

图 1.8.26 两阳吃一阴

(8)如图 1.8.26。这是同图 1.8.25 刚好相反的图,它的结果也完全同第 7 种代表图形相似,只是多方和空方的地位正好调了一下。简单地叙述如下:①图 1.8.26(a),空方优势仍然在手。②图 1.8.26(b),空方优势已经不在了。③图 1.8.26(c),多方优势明显。

三、应用 K 线组合应注意的问题

无论是一根 K 线,还是两根、三根 K 线以至多根 K 线,都是对多空双方的争斗作出一个描述,由它们的组合得到的结论都是相对的,不是绝对的。对具体进行股票买卖的股票投资而言,结论只是起一种建议作用,并不是命令,也不是说,今后要涨就一定涨,而是指今后要涨的概率比较大。

有时候在应用时,会发现运用不同种类的组合得到了不同的结论。有时应用一种组合得到明天会下跌的结论,但是实际没有下降,而是与事实相反的结果。这个时候的一个重要原则是尽量使用根数多的 K 线组合的结论,将新的 K 线加进来重新进行分析判断。一般说来,多根 K 线组合得到的结果不大容易与事实相反。

第九章　移动平均线理论

一、移动平均线概述

1. 移动平均线的概念及计算

移动平均线，是指把某一段时间内的股票价格或股票价格指数的平均值画在坐标图上所形成的曲线。移动平均线受短期股价波动的影响较小，稳定性较高，因此可用来研判股价的未来趋势方向。其实质反映了投资者在某一段时间内的持股平均成本。

根据所采用时间段的长短，移动平均线可分为短期移动平均线，中期移动平均线和长期移动平均线。一般来说，短期移动平均线包括5日、10日、20日移动平均线，主要用以研判短期市场趋势；中期移动平均线包括30日、60日移动平均线，主要用以研判中期市场趋势；长期移动平均线包括120日、240日移动平均线，主要用以研判长期市场趋势。从移动平均线与股价的关系看，所采用的移动基础时间越短，移动平均线对股价的反映越灵敏，反之则越迟缓。例如，长期移动平均线对市场的反应就慢许多，当它发出较明确的趋势信号时，股价已经上升或下跌了相当幅度。

移动平均线是移动平均数在平面直角坐标系上的连线图示，因此，要得到移动平均线，必须计算出移动平均数。移动平均数根据其计算方法的不同，分为算术移动平均数、加权移动平均数和平滑移动平均数等，但最常用、最简便易行并且可靠性也不低的是算术移动平均数，各种电脑分析软件中所采用的也多是算术移动平均数，因此，这里仅就算术移动平均数加以说明移动平均线的制作。

算术平均数，是指将一组数据加总示和，再除以数据个数。其计算公式为：

$$算术平均数=\frac{\Sigma G_i}{N}$$

式中：G_i——第i个时日的收盘价（$1\leqslant i\leqslant N$）

N——收盘价被采用的时日数

算术移动平均数，是指在一个时间序列中，去除排在第一位置的数据，再加入新产生的一个数据所计算出来的另一个平均数，其移动就是所平均数据组成的旧去新来。以5日算术移动平均线为例，将第1日至第5日的收盘价相同求和除以5，就得到了第一个5日平均数；将第2日至第6日的收盘价相同求和除以5，就得到了第2个5日平均数；依此类推，将第N日至第N+4日的5个收盘价相加求和除以5，就得到了第N个5日移动平均数。最后将这些计算结果画在坐标图上并连成线，即是5日移动平均线。其他移动平均线均依此类推。

2. 移动平均线的转点和交叉

（1）移动平均线的转点，是指移动平均线由下跌转为上升的最低点或由上升转为下跌的最高点，也就是说当首次出现新加入股价低于被扣减股价时，产生由升转跌转点；当首次出现新加入股价高于被扣减股价时，产生由跌转升转点。以5日移动平均线为例，设C_1为第一日收盘价，C_6第六日收盘价，当首次出现：

$C_6<C_1$时，由升转跌转点产生

$C_6<C_1$时，由跌转升转点产生

移动平均线转点的出现，表明移动平均线已迈出了反方向运动的第一步，反映出市场运动的意愿方向。如在上升趋势中，首次出现所扣减的股价高于新加入的股价时，便是其转点，说明股价已无力上行，这种情形对做多自然不利。与之相反，在下跌趋势中，首次出现所扣减的股价低于新加入的股价时，便是移动平均线的转点，说明股价已止跌企稳，有望回升，这种情形对做空自然不利。

由上述分析可知，移动平均线转点的出现，直接影响到移动平均线的趋势方向，因而据此可研判股价的未来趋向。投资者在进行移动平均线分析时，一定要注意其转点的出现，很多上升或下跌的行情的

发生往往在开始阶段就已经在移动平均线上有了反应。一般来说5日、10日移动平均线的转点较多，短线投资者应加以留意；30日、60日移动平均线的转点往往预示着一轮中期上升或下跌行情的来临；120日、240日移动平均线转点的出现则可能表明一个较长时期的多头市场或空头市场的开始。

(2)移动平均线的交叉，分为黄金交叉和死亡交叉两种。在上升行情中，短期移动平均线从下向上突破中长期移动平均线形成的交叉称为黄金交叉，这是多头强势的表现，往往预示后市继续向好。相反，短期移动平均线从上向下突破中长期移动平均线形成的交叉称为死亡交叉，它是空方力量超过多方力量的表现，预示后市向淡。

一般来说，死亡交叉是一个明显的空头信号，而黄金交叉则是一个明显的多头信号。股价向上突破短期移动平均线，通常会在中长期移动平均线处遇到阻力，如果中长期移动平均线也被突破，且未能回跌返回而使短期移动平均线与中长期移动平均线形成黄金交叉，后市极可能继续上涨。死亡交叉的推演过程与之相反。

在股价长时间处于盘局时，各条移动平均线往往缠绕在一起，黄金交叉与死亡交叉频繁出现，此时它们的意义变小，市场指向的可靠性亦大为降低。

3. 移动平均线的特征与作用

对投资者来说，运用不同的移动平均线可以研判股市短期、中期及长期的趋势，且其准确性和可靠性均较高。因此，掌握移动平均线体系中各条均线的排列规律与特征及其对后市的影响和作用就成为一个重要的课题。其内容主要包括十二个方面：

(1)股市进入多头市场时，股价由下向上依次突破5日、10日、30日、60日等各条短中长期移动平均线。

(2)当多头市场进入稳定上升时期时，5日、10日、30日、60日移动平均线均向右上方推升，并略呈平行状，5日、10日、30日、60日移动平均线依次从上而下顺序排列称之为多头排列。

(3)当10日移动平均线由上升趋势向下方转折而下，而30日移动平均线仍是向右上方推升时，表示此段下跌是多头市场的技术性回档，后市仍将涨升。

(4)如果30日移动平均线随10日移动平均线也向右下方转折而下，而60日移动平均线仍向右上方推升，表示此波回档较深，宜平仓出局观望，伺机而动。

(5)如果60日移动平均线亦随10日、30日移动平均线转折下跌，表示多头市场结束，空头市场即将来临。

(6)当股市由多头市场转入空头市场时，股价将依次跌破5日、10日、30日、60日移动平均线。

(7)在空头市场中，股价被反压于各条移动平均线之下，各条移动平均线均向右下方移动，并略呈平行状，从下而上顺序排列5日、10日、30日、60日移动平均线，称之为空头排列。

(8)空头市场中，如果股价向上突破5日、10日移动平均线并站稳，这是空头市场中反弹的先兆。

(9)在空头市场中，如果股价向上突破5日、10日移动平均线后又突破了30日移动平均线并站稳，且10日移动平均线与30日移动平均线形成黄金交叉，则反弹将继续，后市仍有一定上升空间。

(10)在空头市场中，如果60日移动平均线在股价依次上穿5日、10日、30日移动平均线后也被突破并站稳，则后市会有一波强力反弹的中线行情，甚至可能预示空头市场的行将结束，多头市场的开始。

(11)在盘整阶段，5日、10日、30日移动平均线会粘合缠绕在一起，如果时间较长，60日移动平均线也会被粘合进去，但此时往往也是行情可能产生重大变化的关键阶段，应运用各种方法仔细研判未来的市场方向。

(12)在盘整时期，如果5日、10日移动平均线向右上方突破上升，则后市必须盘高；如果5日、10日移动平均线向右下方继续下行，则后市必然盘跌。

二、移动平均线应用基本法则

在运用移动平均线进行股市投资操作方面，最具实用性和权威性的移动平均线应用基本法则是葛南维(J·Granrille)的股票买卖时机八大法则，见图1.9.1。

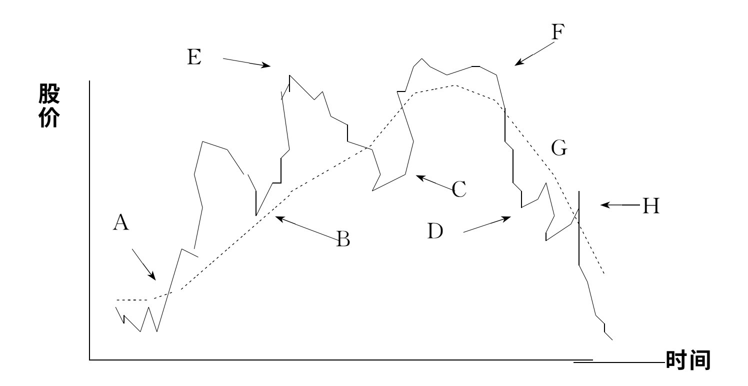


图 1.9.1　葛南维移动平均线八大法则

1. 葛南维移动平均线四大买进法则

(1)如图 1.9.1 中 A 点所示,当平均线从下降逐渐转为水平,股价从移动平均线的下方向上移动并突破平均线时,为买进信号。

平均线从下降逐渐趋平,表明较长期的股价已经从跌势中止跌回稳。因平均线移动的变率比股价慢,所以一旦移动平均线出现止跌转平迹象,即可判断为股价反转回升的信号。当然,如果等到移动平均线完全转平趋升,而股价在突破移动线后虽有回落但未跌破平均线时再买进,则更为稳健。

(2)当股价连续上升并远离移动平均线之上时突然回落,但未跌破平均线就重新上升,此时为买进时机,如图 1.9.1 中 B 点所示。

但是,确定这个买进时机需要以下几个前提条件:①股价远离平均线的幅度在 10%以内。②股价的回跌速度要快,而不是在高位震荡整理之后才大幅下跌,否则平均线可能形成转平向下的倾向。③股价从上升平均线上方回跌,但在接近平均线时止跌反涨 3%以上,从而使股价及其平均线都继续保持上升态势。从以上三点便可确定此种回落乃属大涨小回的整理,投资者可大胆买入。

(3)股价一时跌破平均线,但平均线短期内仍然继续上升,而股价也很快回到平均线之上时为买入时机,如图 1.9.1 中 C 点所示。

应用这一法则需要注意四点:①股价的下跌是由于其连续快速上升所造成获利回吐的回调整理引起的。②股价回跌幅度最低不能超过股价此波始涨点。③股价回跌时,平均线仍继续上升。④股价快速跌破移动平均线后,最多 3 天应回升到平均线之上,形成股价与平均线同步上升。如果不具备此四项条件,一般不宜贸然抢进。

(4)股价跌破平均线后急速暴跌,远离平均线,造成超卖,此时为买入时机,股价将止跌反弹,如图 1.9.1 中 D 点所示。

这一法则的市场根据在于,在股价跌破平均线,并连续暴跌,先前卖出者因此获利甚大,自然积蓄了反弹的力量。

2. 葛南维移动平均线四大卖出法则

(1)股价急速上升,在平均线上方且相距越来越远,升幅很大,表明近期内获利盘甚大,随时会发生回吐下跌,此时为卖出时机,如图 1.9.1 中 E 点所示。

这一法则说明当股价大幅远离平均线时,前期买家均获暴利,因而回吐压力会随股价上涨而越来越大,下跌随时可发生,故股价高于平均线太多时是卖出良机。

(2)平均线由升逐渐走平继而反转下跌,当股价从平均线上方向下跌破平均线时,为卖出时机,如图 1.9.1 中 F 点所示。

判断这一卖出信号的条件有两个:①平均线从上升转为走平,并继而下跌。②股价从平均线之上往下跌破平均线。前者是领先信号,后者是确认信号。

(3)股价跌破平均线,暴跌之后产生反弹,但平均线仍然继续下跌,当股价反弹至平均线附近时,是卖出时机。如图 1.1.29 中 G 点所示。

这一法则的市场机理是股价已进入下跌态势,并跌破平均线,平均线亦随股价反转下跌,进入较长时期的下跌趋势。虽然股价暴跌引起了反弹,但终因

大势已去,反弹亦无力度,在接近平均线时会遇到强大的抛压。

(4)股价一度向上突破平均线,但未站稳又急跌到平均线之下,同时平均线下跌依旧。在股价从平均线上方向下突破平均线时,为卖出时机,如图1.9.1中H点所示。

此法则有两个基本判断因素:①平均线处于下跌趋势中。②股价虽然一时向上突破了平均线,但很快又跌到了平均线之下。它说明平均线进入下跌趋势之后,对股价趋势所造成的反压在短期内是不易消除的。

根据葛南维的移动平均线股票买卖时机八大法则,买卖时机就移动平均线来说有两种,即当移动平均线上升时为买入时机,当移动平均线下跌时为卖出时机。而最佳买卖时机则应将移动平均线与股价结合起来,当移动平均线由跌转升而股价由下向上突破平均线时,为最佳买进时机;当平均线由升转跌而股价由上向下突破平均线时,为最佳卖出时机。

三、移动平均线与股市进出时机

作为移动平均线应用基本法则的葛南维移动平均线八大买卖法则介绍的是单一移动平均线的买进与卖出时机,而未能涉及多重移动平均线组合的买卖时机选择和判断,本节将就此进行阐述。

1. 移动平均线与买入时机

(1)股价由下向上突破5日、10日移动平均线,表示短线市场空翻多,买方力量增强,后市上升的可能性大,是买入时机。这在我国股市中已被多次验证,尤其是上海股市,如果投资者能够长期坚持股价由下向上突破10日移动平均线时及时买进,而在股价由上向下突破10日移动平均线时及时卖出,一定会赢多输少,获利丰厚,既能回避暴跌和长期阴跌的风险,又不会错过中线行情和大行情的收益。

(2)股价由下向上突破5日、10日移动平均线后,又继续依次突破30日、60日移动平均线,这分别是两个重要的买进时机。这是因为上述情况表明多头力量极为强劲,后市大涨几成定局。一般来说,股价向上有效突破30日移动平均线后均有一轮可观的行情。

(3)如果5日、10日、30日、60日移动平均线为多头排列,并且略呈平行上升状,则表示后市极可能还有一波大幅涨升,多头气势极为旺盛,短期回档不易,是买进时机。

(4)空头市场中的反弹也是买入时机,特别是在股价从峰顶暴跌而下,股价在5日、10日移动平均线以下运行,距离10日移动平均线很远,10日乖离率达到—15—20%,甚至以下时,人气散尽,恐慌性抛盘纷纷杀出,此时正是黎明前的黑暗,一波强力反弹业已临近,也是绝佳的买入时机。1994年10月7日上海股市即是暴跌后立即暴涨,一天的高低落差达40%之多。

(5)空头市场中,当股价依次向上突破5日、10日移动平均线后,又突破了30日移动平均线时,表示反弹力度增强,可能演变成一轮中级行情,后市仍有较大上升空间,亦属买入时机,可逢低买入。

(6)空头市场中,如果股价向上突破5日、10日、30日移动平均线后,又突破了60日移动平均线,则后市的上涨空间会更大一些,如有利好消息的配合,极有可能顺势反转,结束空头市场,是极佳的买入时机。

(7)股市处于盘局时,如果10日移动平均线向右上方突破,表示多方力量较强,也是买入时机。

(8)10日移动平均线位于股价之下,当股价与10日移动平均线之间的距离逐渐加大时,表示多方力量增强,后市上涨机会较大,亦是买入时机。

(9)如果5日移动平均线与10日移动平均线粘合在一起,即使有利好消息也不可轻易跟进,等10日移动平均线与5日移动平均线分离并上行时,才可视为买入时机,这时多方力量才是真正增强,后市上升可能性很大。这一点尤其适用于空头市场。一般来说,在空头市场中,投资者对利空敏感,而对非实质性利多麻木,利好消息往往是出货机会,而非进货时机。所以,投资者操作时要认清大势,分析判断消息的实质,不能盲目跟进。

(10)在长期空头市场中,60日移动平均线会趋于平缓,甚至呈直线状,当60日移动平均线由平缓向右上方逐渐推升时,表示买盘增强,多头反攻,是买入时机。但在应用此点时还需结合其他移动平均线综合分析,以行决断。

2. 移动平均线与卖出时机

股谚道:纸上富贵不是真。这句话很有道理,因为只有把手里的股票卖出去了才能真正计算自己的赢利。因此,在掌握买入时机的同时,对卖出时机的把握也是非常重要的,只有在最适当的时机卖出,才能将利润变成现实或规避更大的风险。

(1)上升行情中,股价由上向下跌破10日移动平均线,表示短线市场多翻空,是卖出时机,宜离场观望,重新等待机会。

(2)当股价向下跌破10日移动平均线之后,又相继跌破30日、60日移动平均线时,可能表示后市还有较深的回调空间,是卖出时机。30日移动平均线是股市的生命线,60日移动平均线更是重要的中期趋势风向标,股价跌破这两线就意味着一轮中级下跌行情的开始,投资者手中的股票如获利应坚决抛掉,即使被套也应择机卖出,因为后市下跌空间较大,还可以在更低的价位上买进来,这时就应以不赚钞票赚股票为主,抱住不放而导致深度套牢是最被动的。

(3)在多头市场中,股价跌破10日移动平均线,而30日移动平均线仍位于股价下方并向右上方推升,表示此回跌是技术性回档,跌幅将不会太深。此种情况下应逢高或在股价跌破10日移动平均线时卖出股票,以期后市低位补回。

(4)如果股价跌破10日移动平均线后又继而跌破30日移动平均线,且30日移动平均线向右下方移动,就预示后市跌幅会较深,应出脱股票离场观望。

(5)如果股价跌破10日、30日移动平均线后,又继而跌破了60日移动平均线。且60日移动平均线也反转下行,则表示短期翻多机会不大,甚至有空头市场开始的可能,应果断抛出股票,以待良机。

(6)如果股价相继跌破5日、10日、30日、60日移动平均线,且各均线均下行并呈平等状,则表示空头市场来临,空方已占绝对优势,应果断清仓,保存资金实力,以便更低位补进。

(7)在较长时间的盘整末期,如果10日移动线向右下方下行突破,是卖出时机,后市会出现新低。

(8)如果10日移动平均线与5日移动平均线粘合在一起,股价亦微幅在曲线上下波动,此时应静观其变。当10日移动平均线跳离缠绕区向下突破时,后市还有相当跌幅,是卖出时机。

(9)股价在10日移动平均线下方附近运行,如果股价突然下跌使之与10日移动平均线距离突然加大时,表示多方力尽,空方力量增强,后市极可能继续下跌,是卖出时机。

(10)当60日移动平均线由上升趋势转为平缓,继而反转向下时,是卖出时机。一般来说,60日移动平均线转点的出现,往往预示着后市会有一波中级上升或下跌行情。

四、移动平均线的优缺点

任何一种股市技术分析方法,都不是万能的,都不会具有百分之百的准确性和可靠性,因为每一种技术分析方法既有其独到之处,也不可避免地存在不足和缺陷。移动平均线理论也不例外。

1. 移动平均线的优点

(1)在股票交易中,运用移动平均线发出的买卖时机信号作指导,可将风险降至最低程度,同时亦可以获取非常可观的利润。其最基本也最有效的原则即股价向上突破10日移动平均线时买进股票,向下跌破10日移动平均线时卖出股票,这样做的风险肯定是最小的,而又不会错过大行情,虽然可能失去一些做短差机会,但获利相对于风险是丰厚的。如果投资者能够严格执行此基本原则,戒除贪婪和胆怯,一定会成为一个股市赢家。

(2)动用移动平均线的各种组合可以判断股价的运行趋势。一般常用的移动平均线组合是5日、10日、30日、60日、120日、240日移动平均线,其中,5日、10日移动平均线反映短期市场趋势,30日、60日移动平均线反映中期市场趋势,120日、240日移动平均线反映长期市场趋势。因为目前投资者更多的是博取差价,所以仅用5日、10日、30日、60日移动平均线也足够了。需指出的一点是,这些均线虽均可从电脑中调出,但投资者若能自已绘制(不必自己计算)则会有更深切的体会。

2. 移动平均线的缺点

(1)当市场上盘整时,股价与移动平均线以及各短中期移动平均线之间相互缠绕粘合,买卖信号频繁出现,造成投资者举棋不定,难以决断,或疲于奔命,追涨杀跌,两面摸耳光。这种情况下的策略是退出观望,待方向明确之后再做决策。

(2)移动平均线的最佳组合和计算基础时间的选择因人而异,难以判断和确认。

(3)移动平均线是股价变动后才能产生出来,也就是说,移动平均线总是落后股价一拍,常常在股价高峰或谷底之后才改变其方向。这是移动平均线无法避免的,因而光凭移动平均线的买卖信号还无法给投资者以完全信心,通常需要其他分析方法的辅助参考。

第十章　波浪理论

一、波浪理论概述

1. 波浪的概念

一般来说，股票价格在一个从牛市到熊市的完整周期中的波动可分为五个上升波浪和三个下降波浪，如图 1.10.1。每一个上升波浪称为推动浪，如图 1.10.1 中的 1、3、5 浪；每一个下降波浪是前一个上升波浪的调整浪，如图 1.10.1 中的 2、4 浪；a、b、c 三浪则是大调整浪。

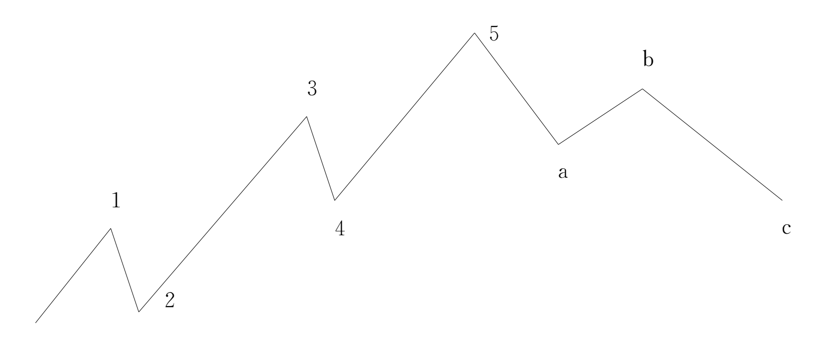


图 1.10.1

根据波浪理论，一个完整的股市涨跌周期由五波推动浪和三波调整浪组成。无论涨跌幅度的大小，时间的长短，还是股价的涨跌，任何一个股价运动波浪均包含于更高一级的波浪之中，成为其一个组成部分。而不同级数的波浪走势都是息息相关的，任何一个级数的波浪均可以再细分为次一级数的波浪，即一个大波浪总是由数个低一级的小波浪组成的，而数个低一级的小波浪可以组成一个高一级的大波浪。

在股价上升的趋势中，只要股价不向下跌破前一波浪的最低点价位，其上升波浪就尚未结束，而一旦跌破前一波浪的最低点价位，其上升波浪便已在反转下跌前的最高价位处结束。而在股价下跌的趋势中，只要股价不向上突破前一波浪的最高点价位，其下跌波浪就尚未结束，而一旦突破前一波浪的最高价位，其下跌波浪便已在反转向上的最低价位处结束。因此，只要投资者能明晰股价的运动趋势，就可预先测出波浪的起点和终点，从而判断出股价未来的可能价位，这正是波浪理论的最有价值之处。

2. 波浪理论的基本特点

一个完整的股市涨跌周期由五波推动浪和三波调整浪所组成，因而波浪理论可概括为“八浪循环”。如图 1.10.1 所示。波浪间的循环并不是无序进行的，而是有着一定的规律，大致可归结为波浪理论的五个基本特点：

（1）上升浪和下跌浪永远交替运行。

（2）基本的波浪形态包括顺势五个浪，逆势三个浪，共八个浪组成一个完整的循环周期。顺势五个浪即推动浪用阿拉伯数字，1、2、3、4、5 表示；逆势三个浪即调整浪用英文字母 a、b、c 表示。如图 1.10.1 中所示。

波浪理论的创始人艾略特将波浪分为九类级数，每个级数的波浪均给予不同的名称。现将较为常见的六种级数符号列示如下：

波浪级数跟随主流行走的波浪（五个浪）　调整浪（三个浪）

超级循环　（Ⅰ）　（Ⅱ）　（Ⅲ）　（Ⅳ）　（Ⅴ）　（A）　（B）　（C）

循　环　Ⅰ　Ⅱ　Ⅲ　Ⅳ　Ⅴ　A　B　C

长　期　①　②　③　④　⑤　a　b　c

中 期 (1) (2) (3) (4) (5) (a) (b) (c)

短 期 1 2 3 4 5 a b c

微 型 (i) (ii) (iii) (iv) (v)

至于微型波浪,则属于超短期的波浪,需要利用每小时走势图方能见到及加以分析。

(3)推动浪可划分为低一级的五个子浪,调整浪可划分为低一级的三个子浪,即浪中有浪,见图1.10.2所示。Ⅰ、Ⅲ、Ⅴ、A、B、C 浪中分别包括①、②、③、④、⑤五个子浪;Ⅱ、Ⅳ、B 浪中分别包括 a、b、c 三个子浪。需提出的是,从Ⅰ浪到Ⅴ浪是上升趋势,Ⅰ、Ⅲ、Ⅳ浪是顺势推动浪;Ⅱ、Ⅳ浪是逆势调整浪即分别对Ⅰ、Ⅲ浪的调整;从Ⅴ浪结束到C浪结束是下跌趋势,A、C 浪是下跌的顺势推动浪,B 浪反弹是对 A 浪的调整。这里关键的一点就是决不能认为推动浪一定是上升浪,调整浪一定是下跌浪。

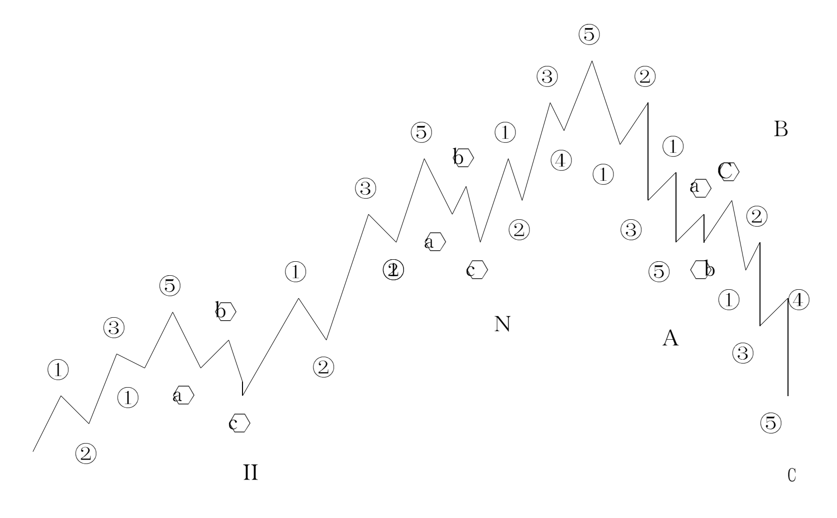


图 1.10.2

(4)一个完整的八浪循环完成后,1、2、3、4、5 五个浪可合并为高一级的(1)、(3)或(5)浪,a、b、c 三个浪可合并为高一级的(2)或(4)浪,如图 1.10.3 所示。

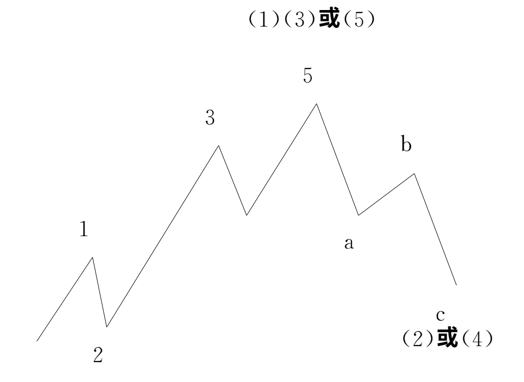


图 1.10.3

（5）股价的涨跌、涨跌幅度的大小以及时间的长短都不会改变波浪的“八浪循环”基本形态。波浪可以延长，也可以缩短，但其基本形态永恒不变，所改变的只是波浪的升跌幅度和运行的时间。

3. 波浪的个性

波浪理论是一种纪律严明，同时又非常灵活的技术分析工具，其每一波浪的发展变化均反映了当时投资者群体市场心理的变化，从而使每一个波浪都具有各自独特的性格。了解和掌握每一个波浪的不同个性，对于投资者在数浪时作出正确的判断有着重要的帮助。

（1）第一浪——观若反弹。第1浪的开始，意味着调整市势的已经完成，也可以说是市势转变的标志。在波浪运行中，第1浪既可以是上升浪，也可是下跌浪，这里仅以第1浪为上升浪作为介绍的基础，如果是下行的推动浪，按相反方向解释即可。

第1浪通常是营造底部形态的一部分，其升幅难以预测，但第1浪一旦运行完毕即可预测第2浪的回调幅度和第3浪的上升目标。第1浪可再划分为低一组的五组波浪，一般以1、2、3、4、5五浪运行方式完成。在第1浪运行中，大多数投资者的熊市思维还未及时转变，误以为上升是短期反弹，往往稍有利润即落袋为安。

（2）第2浪——考验判断力。第2浪是对第1浪的调整，有时调整幅度相当大，使投资者误以为熊市尚未结束，其调整幅度一般是第1浪升幅的0.382、0.5、0.618、0.809，甚至接近100%，但无论如何其调整幅度不能低于第1浪的起点，否则便不是第2浪。

第2浪一般以a、b、c三浪形态完成，如果其运行以平坦形或之字形完成，可判断c浪的长度与a浪的长度极可能相同。第2浪的成交量比第1浪明显萎缩，波动幅度减小，反映出市场的惜售心理。在K线图上通常出现转势形态，如双底、头肩底等。

（3）第3浪——最具爆炸力。第3浪是推动浪中力量最强，最具爆炸力的一个波浪，通常也是推动浪中最长的一个波浪。第3浪作为主升浪常常以延伸浪的形态出现，其运行的时间和幅度也是推动浪中最长的，其上升的幅度可能是第1浪幅的1.618倍，也可以是2.618倍，同时成交量大增。

第3浪可再划分为低一级的1、2、3、4、5五个波浪。在其运行中常出现突破性缺口，并以跳空形式突破重要阻力区，且缺口不被填补，技术指标出现高位钝化，超买再超买的现象。

（4）第4浪——变幻莫测。第4浪是第3浪的调整浪，调整幅度多为第3浪长度的0.382倍，其位置在第3浪的第4子浪水平线，并且其低点必须高于第1浪的最高点。

第4浪同第2浪一样，亦以a、b、c三浪形态运行，并且长度相近。不过二者也有差别，如果第2浪是以平坦形完成运行，第4浪会以之字形成三角形运行；如果第2浪以之字形运行，则第4浪会以平坦形或三角形完成运行，但通常第4浪多以复杂三角形形态运行。另外，如果第4浪以平坦形或之字形出现，则其c浪长度极可能与a浪相同。

（5）第5浪——难寄厚望。第5浪是最后一波上升推动浪，其上升力度通常远逊于第3浪，成交量也较第3浪小，这个阶段的股价与技术指标形成明显的顶背离现象。第5浪的上升目标一般可通过两个途径作出准确预测：①如果第3浪是延伸浪，第5浪的长度会与第1浪长度相同。②第5浪的长度往往是第1浪起点至第3浪最高点距离的0.618倍。

第5浪也以1、2、3、4、5五浪方式运行，由于其力度有限，有时以斜线三角形形态，即上升楔形的消耗性走势出现，当斜线三角形完成之后，市势会急转直下，快速地跌至斜线三角形的起点。如果第5浪的顶点未及第3浪的最高点就反转下跌，这时的第5浪被称为失败形态。

（6）A浪——貌似回档。当A浪出现时，多数投资者以为升势尚未结束，误将其当作回档进货的良机，而事实却是大调整已经开始。就A浪与B浪的关系而言，如果A浪呈三浪下跌方式运行，后市则下跌力度较弱，B浪反弹会升至A浪的起点或创新高；如果A浪以五浪下跌方式运行，则B浪反弹较弱，仅能达到A浪跌幅的0.382、0.5或0.618倍。

另外，如果A浪以平坦形态运行，B浪则以之字形形态运行；如果A浪属于之字形形态，则B浪多会属于平坦形态。

（7）B浪——多头陷阱。B浪很具情绪色彩，投资者多认为牛市仍在继续，对后市抱有幻想，但成交量却是价涨量减，量价背离明显，其实质是多头陷阱。B浪一般以三浪的形态出现。

（8）C浪——黎明前的黑暗。C浪与第3浪形成对照，一般呈五浪下跌走势。C浪常呈无量空跌状态，市场人气散尽，场内资金严重抽离，股价全面下跌，破坏力极强，运行时间也较长，投资者多被套牢，股市似乎没有任何希望，但正是这时，一轮新的上升已在开始酝酿，可谓黎明前的黑暗——既最黑暗，又

最近光明。

二、数浪的关键——铁律与规则

俗话说:没有规矩,不成方圆。运用波浪理论也是一样,要做到正确地数浪,从而指导自己的投资决策,必须理解和掌握波浪理论的铁律与规则,它们是数浪的关键和基础。这些规律是由波浪理论的创始人艾略特及其理论继承者们总结出来的,并经过了几十年来实践的检验,迄今而止,还没有任何理由可以怀疑这些规律的可靠性。因此,投资者应牢记在心。

1. 波浪理论的铁律

(1)推动浪一定由五个次一级的波浪所组成,如图 1.10.4 中所示,(1)、(3)、(5)、(a)、(c)五个推动浪均由次一级的 1、2、3、4、5 五个波浪所组成。

(2)调整浪一定由三个次一级的波浪所组成。如图 1.10.4 中所示,(2)、(4)、(b)三个调整浪均由次一级的 a、b、c 三个波浪所组成。

(3)上升五浪中的第三个浪决不会是五浪中最短的一个浪,而往往是最长的、最具爆炸力的波浪。如图 1.10.4 所示。

(4)第 2 浪的底不能低于第 1 浪的起点,如图 1.10.4 中所示。

(5)第 4 浪的底必须高于第 1 浪的顶,即两浪不能发生重叠,如图 1.10.4 所示。

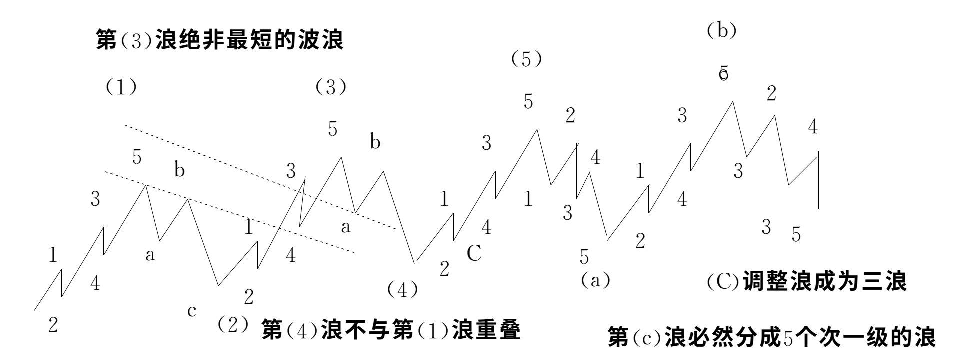


图 1.10.4　波浪理论的铁律

但如果第 5 浪以斜线三角形运行,其次一级五浪中的第 4 浪底可以低于第 1 浪的顶,如图 1.10.4 所示。

(6)调整浪中的 c 浪可划分为次一级的五浪,如图 1.10.5 所示。

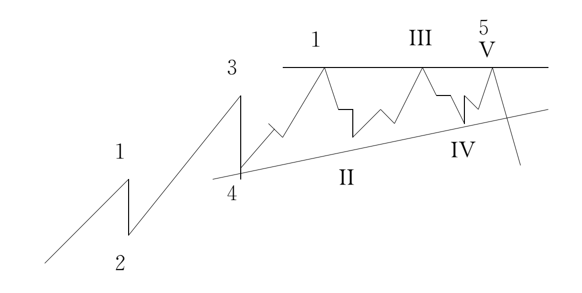


图 1.10.5

2. 波浪理论的指导性规则

波浪理论的指导性规则,亦称非铁律规则,这些规则并非牢不可破,但却是实际波浪运行中常出现的,了解和掌握这些规则对投资者研判波浪运动趋势同样是有帮助的,它们是对铁律的进一步补充。

(1)在 1、3、5 三个推动浪中,常有一个浪会发生延伸,成为延伸浪。由于第 3 浪最具爆炸力,是主升浪,因而第 3 浪最有可能成为延伸浪。如果第 1 浪或第 5 浪成为延伸浪,第 3 浪就会成为次长浪而肯定不会是最短的浪。所谓延伸浪就是幅度和持续的时间比其他两个波浪延伸许多的波浪。

(2)在 1、3、5 三个推动浪中,如果其中一个浪成为延伸浪,则另外两个浪的幅度会倾向于相同。也就是说,如果第 3 浪是延伸浪,则第 5 浪的长度会与第 1 浪的长度相等;如果第 1 浪与第 3 浪长度相近,则第 5 浪极可能以延伸浪形态出现,但第 3 浪决不是三浪中最短浪的铁律不可违背。

(3)交替原则:在同一级数的波浪中,第 2 浪与第 4 浪两个调整浪在形态、运行时间和幅度上具有交替性。如果第 2 浪以简单形态完成,则第 4 浪多会以复杂形态运行,具体形态后文会加以分析;如果第 2 浪调整的时间较长,幅度较深,则第 4 浪调整的时间会相对较短,幅度也相对较浅。反之亦然。

(4)调整浪的幅度:一般来说,调整浪会吞掉推动浪中第(5)浪的升幅,即经过(a)、(b)、(c)三浪调整之后将回到第(5)浪的起点,由此可推论(a)、(b)、(c)三浪的长度可能会等长于第(5)浪的长度。

而作为调整浪的第(4)浪,它常常会调整至第(3)浪的次一级波浪中第 4 子浪范围之内,一般情况下,会在接近第 4 子浪的浪底附近结束,如图 1.10.6 中所示。

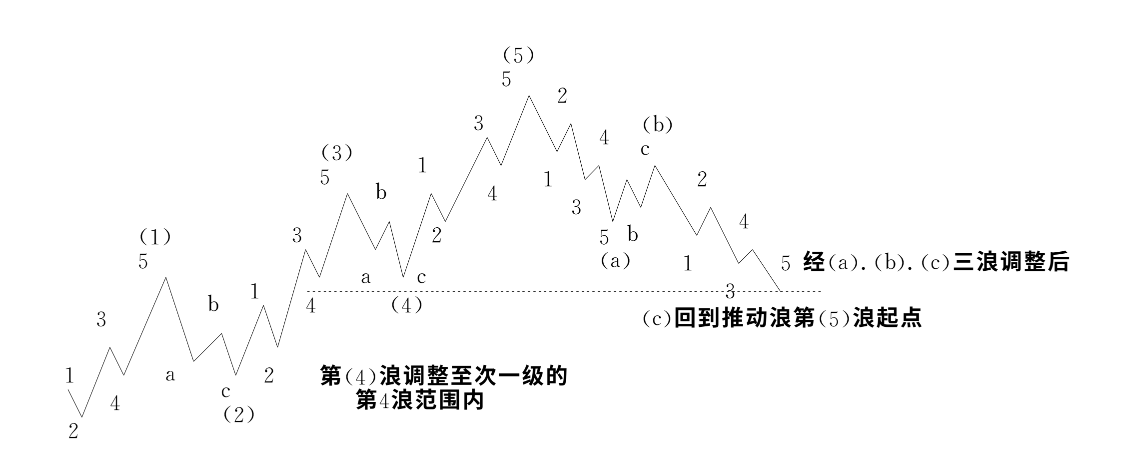


图 1.10.6

3. 铁律与规则应用示例

在运用理论分析市场走势时,经常会出现两个、三个甚至几个表面上看来都可以成立的数浪方法,在这种情况下,投资者应遵循波浪理论的铁律和规则将不能成立的可能运行方式和低概率的数浪方法逐一剔除,所剩下来的便成为最可能成为事实的数浪方式。因此,数浪的正确与否是运用波浪理论分析市场走势,作出正确投资决策的关键。

以下几个图例可以帮助投资者进一步加深对波浪理论的铁律与规则的理解和掌握,从而提高运用波浪理论的水平。

(1)图 1.10.7:错误之处在于第 4 浪与第 1 浪发生重叠,违背铁律之五。正确的数法应该将 2、3、4 三浪视为调整 2 浪的次一级 a、b、c 三浪,且 a、b、c 以平坦式形态出现。

(2)图 1.10.8:错误之处在于第 3 浪是最短浪,与铁律之三不符。正确的数法应将 2、3、4 三浪视为一个顺势调整浪。

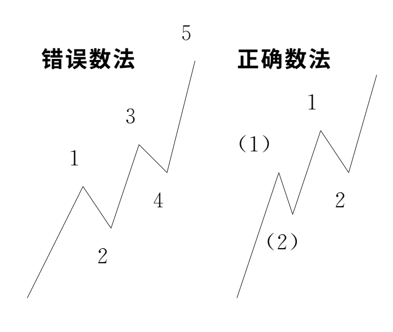


图 1.10.7

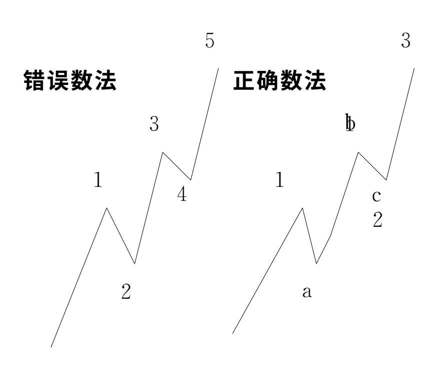


图 1.10.8

(3)图 1.10.9：错误数法中，第 4 浪虽然高于第 1 浪的顶，但第 5 浪却长于第 3 浪而使第 3 浪成为最短的浪，背离了铁律之三的规定。正确数法可将错误数法中的 3、4 浪视为第 3 浪中的 1、2 子浪，显示一个延伸的第 3 浪正在运行中。

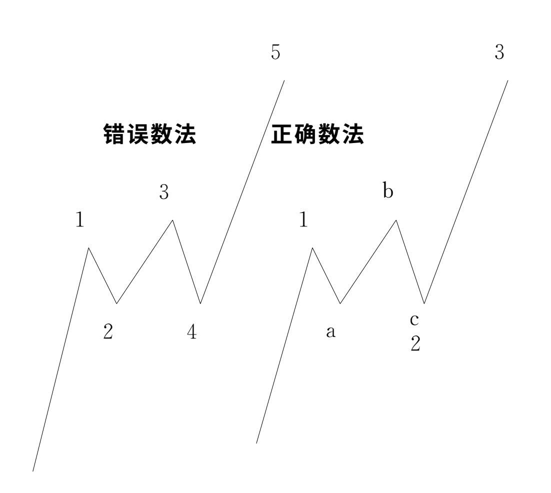


图 1.10.9

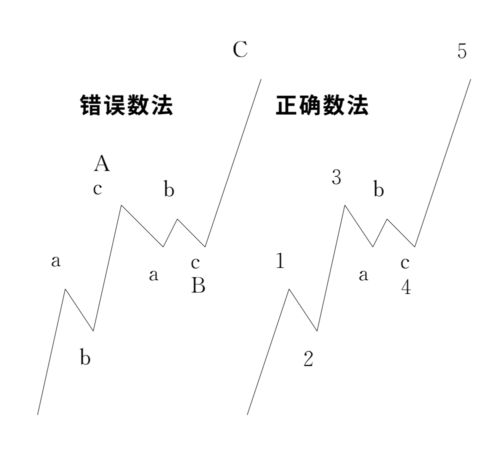


图 1.10.10

(4)图 1.10.10：正确数法中，第 3 浪不是最短的推动浪，并且第 4 浪的底亦高于第 1 浪的顶，从而显示出本图是一个五浪运行的上升推动论，这也反证了错误数法的不正确。

三、波浪形态解析

波浪理论主要包括三个组成部分：波浪的形态、浪与浪之间的比例和波浪运行的时间。其中，以波浪的形态最为重要，其基本形态为五个上升浪（三上二落）之后，会出现三个调整浪（两落一上），合并成为一个完整的升跌循环。然而这只是一个理想模式，实际中波浪的形态远比这复杂多变。

波浪分为推动浪和调整浪两种。基本推动浪 1、3、5 浪是一浪高于一浪，每一个推动浪又划分为次

一级的五个子浪,其形态相对比较简单,走势图上也较容易分辨;而调整浪的形态却复杂得多,比较难于分辨和掌握。下面就分别对推动浪和调整浪的形态加以分析说明。

1. 推动浪的形态

就推动浪来说,实际市场形成的波浪主要有延伸浪、斜线三角形和失败形态等三种形态。

(1)延伸浪,是推动浪的第一种变化形态,也是出现机率较高的形态。延伸浪,是指三个推动浪(1、3、5)中出现其中一个浪的运行时间和幅度比其他两个浪更为悠长和夸张,并且出现延伸浪的推动浪在形态上也可再划分出明显的次一级的五个子浪。三个推动浪都有可能发生延伸,如图 1.10.11 所示。

延伸浪对于预测波浪未来走势有重要的揭示作用,其中关键几点是:

①在 1、3、5 三个推动浪中,通常只有一个浪会出现延伸的情况。

②如果第 3 浪与第 1 浪的长度相近,则第 5 浪极有可能成为延伸浪。倘若第 5 浪的成交量比第 3 浪大,则可以进一步肯定第 5 浪延伸的可能性。

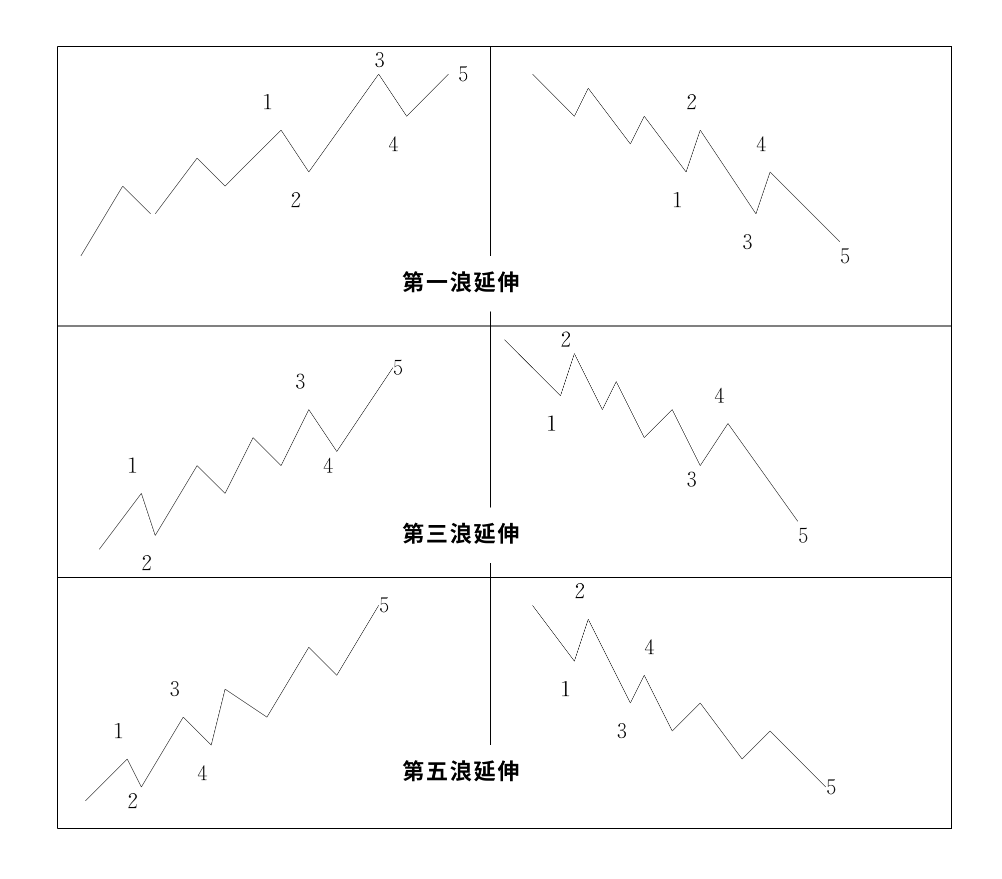


图 1.10.11

③如果第 3 浪成为延伸浪,则第 5 浪的形态将会比较简单,且其长度和运行时间会与第 1 浪大致相等。

④如果第 5 浪以延伸浪的形态运行,则其后的调整三浪可能会回落至延伸浪的起点附近,并且随后的反弹会创出新高点。

在第 5 浪成为延伸浪时,其后通常会出现“二次回档”。第一次回档是从第 5 浪的终点下跌至第 5 浪延伸浪的起点附近;第二次回档是下跌后的反弹上升并创出新高。二次回档形态又分为两种情况:

第一,如果第 5 浪的高一级波浪属于第 1 浪或第 3 浪时,第一次回档将属于第 2 浪或第 4 浪,并将股价回跌至延伸浪的起点附近;然后,第二次回档则反弹上升从而形成第 3 浪或第 5 浪。如图 1.10.12

所示。

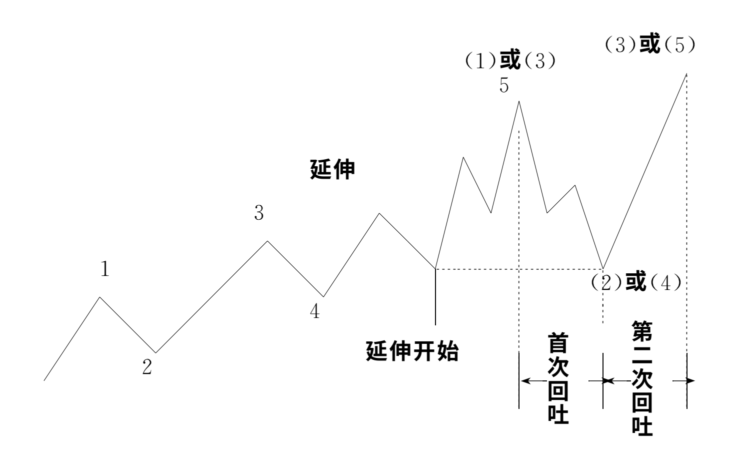


图 1.10.12　牛市中的延伸的双重回吐

这种形态亦称为牛市中的双重回档。

第二，如果第 5 浪属于高一级波浪第 5 浪中的第 5 子浪，第一次回档将属于调整浪(a)，并下跌至延伸浪的起点；第二次回档是反弹上升创出新高，形成(b)浪高点，最后(c)浪的下跌则以五浪的形态出现。这种形态亦称为熊市中的双重回档，如图 1.10.13 所示。

(2)失败形态，通常在第 5 浪中出现。失败形态，是指在上升市势中，第 5 浪的最高点低于第 3 浪的最高点，形成双顶形态；在下跌市势中，就是指第 5 浪的最低点高于第 3 浪的最低点，形成双底形态。如图 1.10.14 所示。

失败形态一般具有两个特性：

①以失败形态出现的第 5 浪可再划分为次一级的五个子浪。

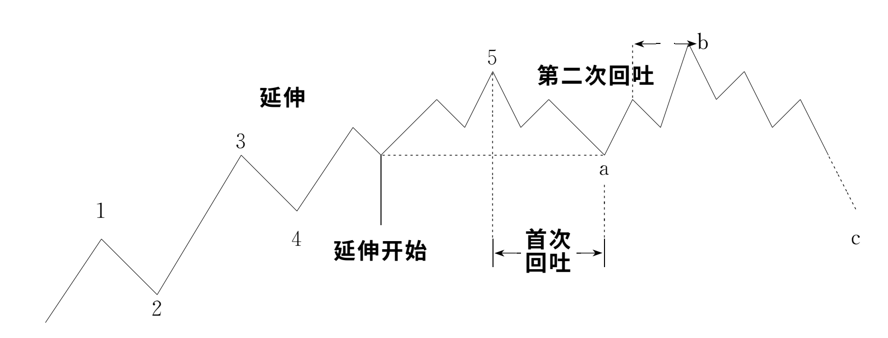
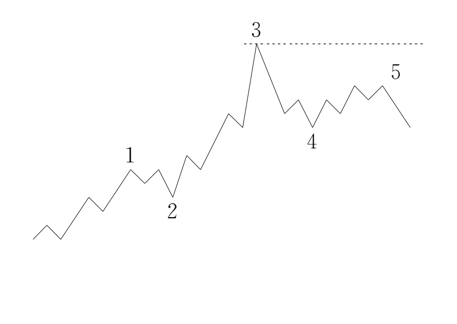


图 1.10.13　熊市中的延伸和双重回吐



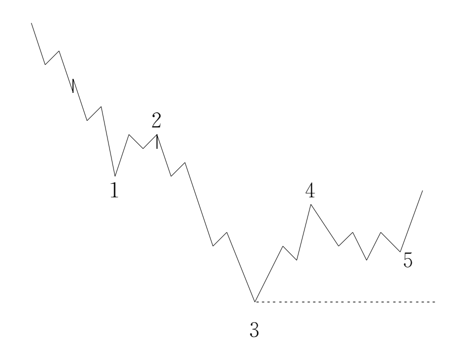
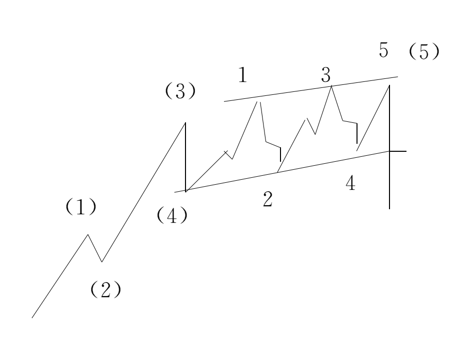


图 1.10.14

②上升市势中的失败形态反映了市场潜在的弱势,下跌市势中的失败形态反映了市场潜在的强势,这一点对于后市研判极具参考价值。

(3)斜线三角线,只在第 5 浪中出现,而且在其出现之前,通常会有一段运行时间不长但幅度甚大的暴涨或暴跌,最后形成以消耗性形态运行的第 5 浪来完成最后的一段走势。斜线三角形分为向上斜线三角形和向下斜线三角形。如图 1.10.15 所示。斜线三角形具有以下几个特性:

①第五个浪以斜线三角形运行,通常可划分为次一级的五个子浪,并且五个子浪包含于两条逐渐汇合的直线之内。



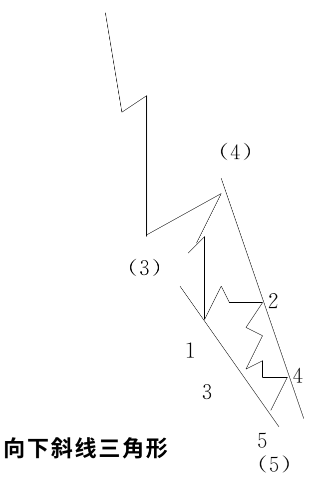


图 1.10.15

②第五个浪中的五个次一级子浪均只能划分为次一级的三个子浪,即使是推动浪也不例外,其形态为 3—3—3—3—3。这一点有些异常,因为第 1、3、5 子浪虽是推动浪但却不能被分割为次一级的五浪。

(3)在五个子浪中,第 4 子浪的底可以低于第 1 子浪的顶,这是波浪理论铁律的唯一例外。

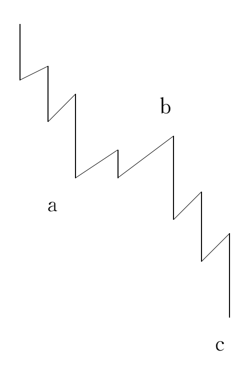
一般来说,向上斜线三角形预示着后市向淡,其形态一旦完成,很可能出现一段急速跌势,量度目标是斜线三角形开始的位置;向下斜线三角形的意义只需将关于向上斜线三角形的推断相反化即可。

2. 调整浪的形态

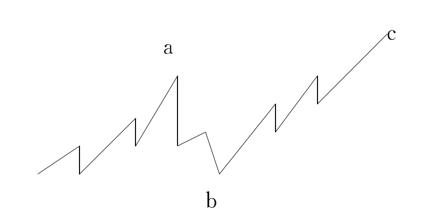
相对于推动浪来说，调整浪的形态要复杂许多，在实际数浪中十分不容易把握。但是，任何一个调整浪都是对推动浪的调整，它不是第 2 浪就是第 4 浪；同时，调整浪永远不可能以五浪的方式运行，只有推动浪才可以划分成次一级的 5 个子浪。

调整浪通常由 a、b、c 三浪组成，且 c 浪是以五浪方式运行，这亦是波浪理论的铁律所规定的，从而易于辨认。较为复杂，不易分辨的是 a 浪和 b 浪，特别是 b 浪。调整浪的形态主要可以分为之字形、平坦形、不规则形、三角形、双重三和三重三等六种不同的形态。

(1)之字形，调整浪是一种较简单的形态，它以 a、b、c 三浪方式运行，并可进一步划分为次一级的 5—3—5 形式的十三个子浪。此形态调整浪的特点是：在对升势的调整中，b 浪的顶点低于 a 浪的起点，c 浪的低点低于 a 浪的低点；在对跌势的调整中，b 浪的低点高于 a 浪的起点，c 浪的高点高于 a 浪的高点。如图 1.10.16 所示。



牛市中的之字形调整



熊市中的之字形调整

图 1.10.16

在较高级数的波浪循环中，还会出现双重之字形的调整形态。在这个形态之中，包含着两个之字形的调整浪，而在两浪之间夹着一个逆流反弹的以三浪形式运行的对第一个之字形调整浪的调整浪。如图 1.10.17 所示。

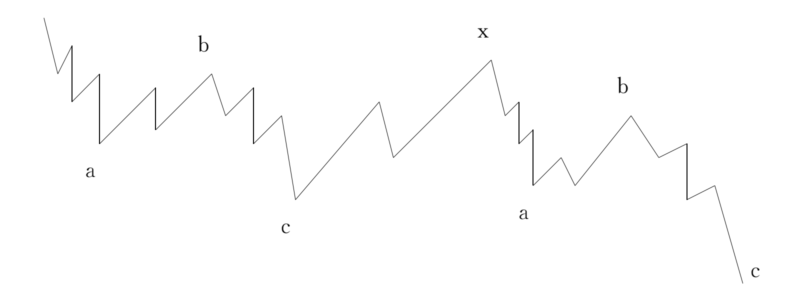


图 1.10.17　双重之字形调整

(2)平坦形调整波浪形态就是以(a)、(b)、(c)三浪方式进行,(a)浪只有 a、b、c 三个子浪,反映下跌力量不强,(b)浪也是 a、b、c 三个子浪,并且(b)浪的高点等于或略高于(a)浪的起点,(c)浪以五浪形式运行,其幅度等于或略低于(a)浪的低点,从而形成(a)、(b)、(c)三浪的次一级波浪以 3—3—5 形式的十一个子浪运行的走势。如图 1.10.18 所示。

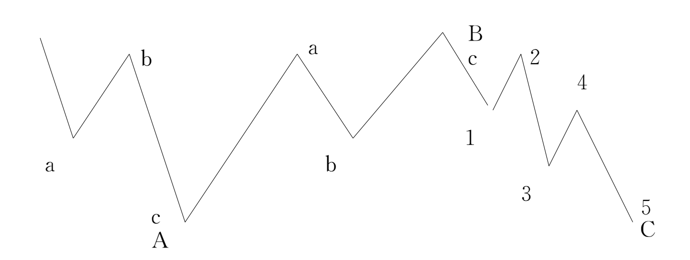


图 1.10.18 平坦形调整

(3)不规则形态的调整以 a、b、c 三浪方式运行,其次一级子浪以 3—3—5 形式的 11 个子浪构成。这种形态分为三种情况:如图 1.10.19 所示。

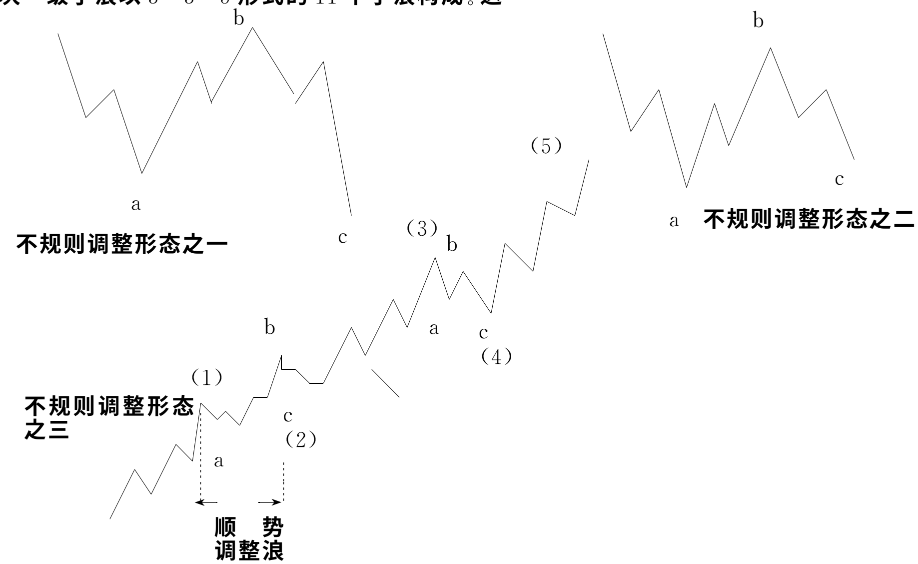


图 1.10.19 不规则调整形态

①不规则调整浪形态一:b 浪的高点超过 a 浪的起点,而 c 浪跌破 a 浪的低点。

②不规则调整浪形态二:b 浪的高点只达到 a 浪的起点附近,而 c 浪也未跌破 a 浪的低点。

③顺势调整浪:b 浪的高点远远超过 a 浪的起点,而 c 浪的低点也高于 a 浪的起点,即 c 浪高于上一个推动浪的浪顶。

(4)三角形,调整形态包括上升三角形、下降三角形、对称三角形和扩大三角形四种类型,其中以对称三角形最为常见。如图 1.10.204 所示。

三角形调整形态以 a、b、c、d、e 五浪方式运行,每个浪又可分为低一级的三个子浪,即整个调整以 3—3—3—3—3 方式的十五个子浪运行。

三角形调整形态一般只出现在第 4 浪、b 浪或 x

浪,即三角形调整只出现在主流趋势结束前的最后一个调整浪中。当三角形调整运行完成后,推动浪第5浪或c浪将会以快速冲刺方式完成最后一浪。

就三角形调整形态的特性来说,主要有三点:

①形态内的五个子浪通常会与神奇数字相联系。a、c、e属同一方向的子浪,其长度比例一般是1∶0.618∶0.618×0.618;b浪与d浪之间亦有类似关联。

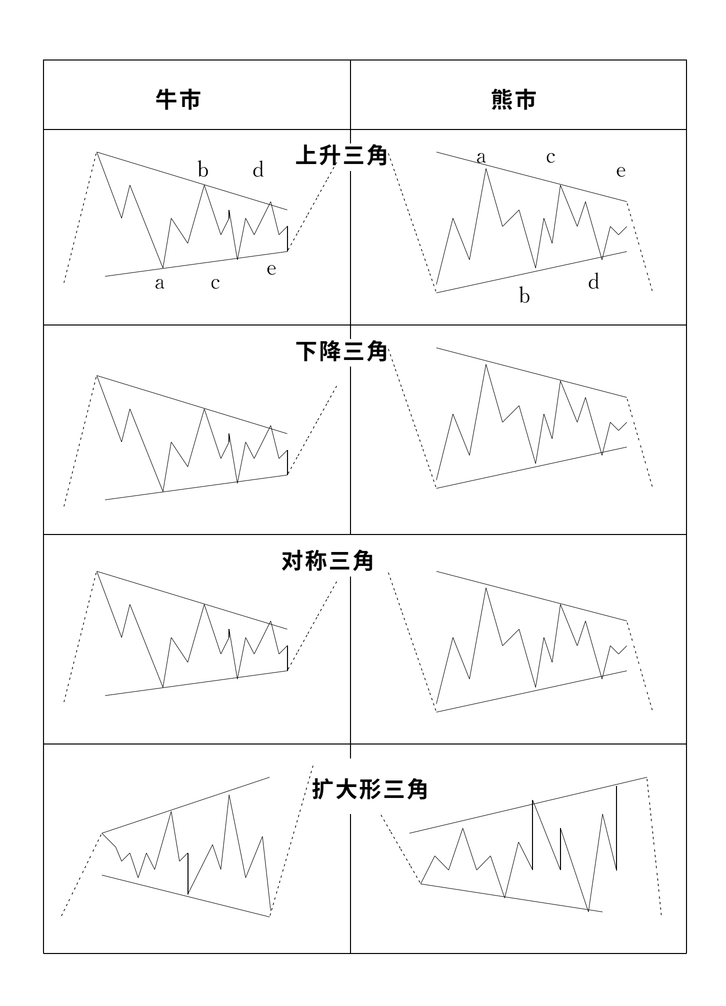


图1.10.20　三角形的调整浪形态

②第五个子浪即e浪偶尔会突破三角形的界限,但多是假突破,而后往往会恢复原有的主流趋势作最后的冲刺。这种情况在对称三角形和扩大三角形中较常见。

③e浪运行完后突破的量度升/跌幅度通常为三角形内最阔的距离,并且在突破上长的过程中往往会有一个回抽动作。如图1.10.21所示。

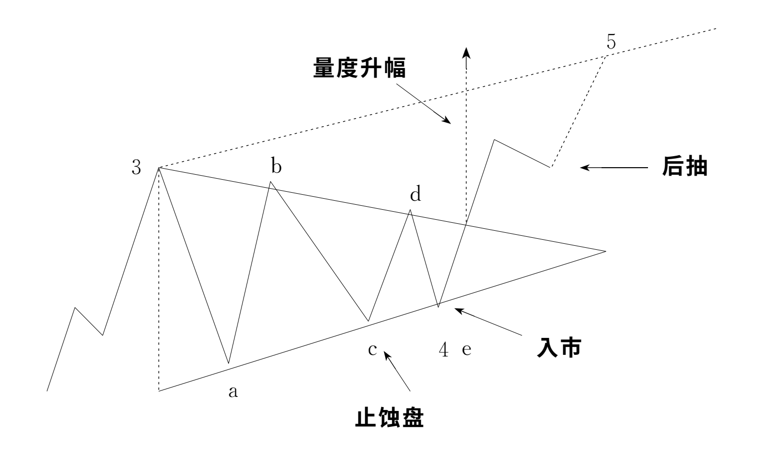


图 1.10.21

(5)双重三，调整形态是由两组 a、b、c 三浪形态组合而成的复式浪，中间夹着一个 x 浪，运行方式为 abcxabc。如图 1.10.22 所示。

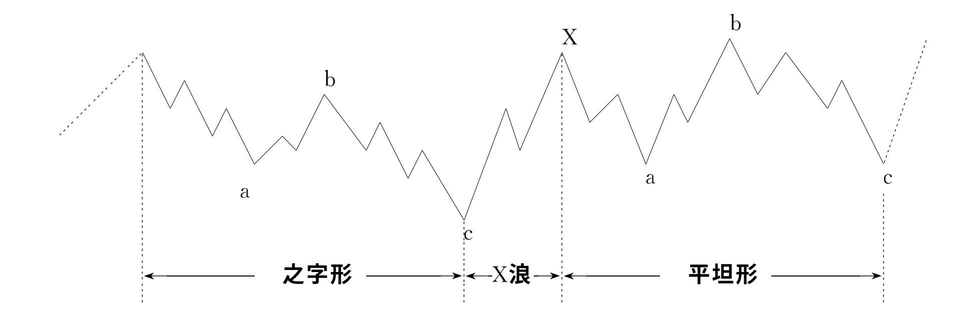


图 1.10.22　双重三

(6)三重三，调整形态是由在组 a、b、c 浪组合而成的复式浪，中间夹着两个 x 浪，运行方式为 abc×abc×abc。如图 1.10.23 所示。

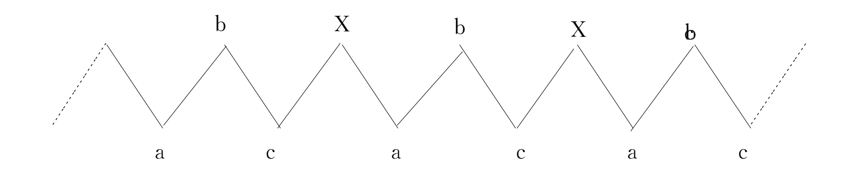


图 1.10.23　三重三

双重三包括七个子浪，三重三包括 11 个子浪。一般情况下，双数子浪可再分割为次一级的 3 个子浪或以三角形形态出现，而单数子浪则可进一步分割为次一级的 3 个或 5 个子浪。最后从后市意义上讲，二者都表示市势处于整理，等待突破的状态。

3. 调整浪形态对后市的启示

调整浪主要有六种基本形态，其变化虽然较多，但每一种形态都有其特点，对于后市都有所启示。

之字形及双重之字形的调整浪之后，市势的运行力度会较为一般。

平坦形和不规则形态的调整浪反映了调整较为细致，后市力度亦较强。

而顺势调整形态则表示市势拒绝向下调整，后市升势会极为强劲。

至于双重三和三重三调整形态的意义，则反映出后市也会较强势。

第十一章　趋势与形态分析

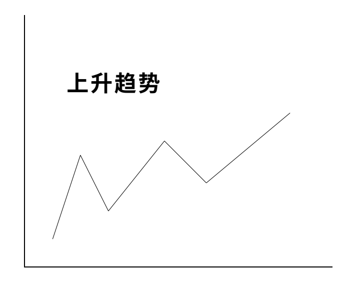
一、趋势与形态

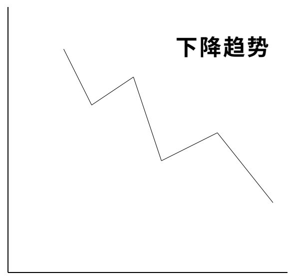
趋势与形态实际上是一个整体，趋势中包含着形态，形态反映着趋势。在运用趋势与形态进行投资分析时，需要遵循三个信条：①永远顺着市势买卖。②趋势是你的朋友。③不可逆市买卖。

1. 趋势及其种类

趋势，是指市场运动的方向。一般来说，市场是不会以直线方式向前运动的，既不可能直线上升，也不可能直线下降，而是呈锯齿状发展，其运动过程中不断出现相对的峰顶与谷底。从趋势的具体方向进行划分，趋势可分为上升趋势、下降趋势和横盘趋势。上升趋势就是顶点和底点都逐波抬高的走向；下降趋势就是顶点和底点一波比一波低的走向；横盘趋势就是由呈水平状的峰顶与谷底组成的市势。如图 1.11.1 所示。

如果以时间的长短为标准，趋势还可以划分为长期趋势、中期趋势和短期趋势。一般来说，持续时间超过一年的趋势称为长期趋势；持续时间在 3 个月以上，一年以下的趋势称为中期趋势；持续时间在 3 个月以内的趋势称为短期趋势。对于长期投资者来说，他所关注的是长期趋势，几天或几周的价格波动变化被忽略不计；而对于专事中短期投资或投机的投资者来说，中短期的趋势会显得十分重要，甚至一天之内的价格变化也是他们所密切关注的。





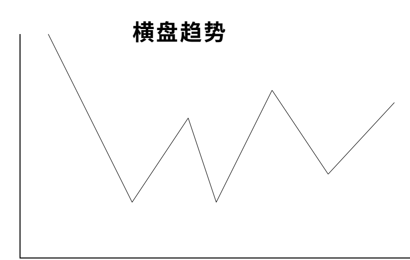


图 1.11.1

2. 趋势线

（1）支撑与阻力。支撑，是指阻止股价的继续下跌。阻力，是指阻止股价的继续上涨。无论是在下跌过程中，还是在上升过程中，市场上都会存在支撑和阻力，但它们只是在一定时期起作用。在下跌趋势中，支撑线能暂时使股价止跌趋稳，却无法永久抵挡；在上升趋势中，阻力线可能使股价的升势受阻，但亦不能持久。也就是说，不存在永远的支撑和阻力。

支撑和阻力是一对相对的范畴，二者的角色常常互换。当支撑线被有效突破后，它会成为未来上升的阻力线；当阻力线被有效突破后，它会成为未来下跌的支撑线。

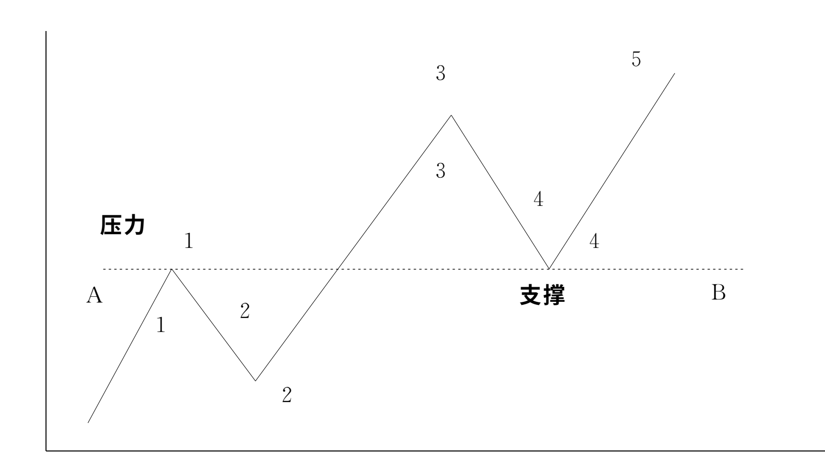


图 1. 11. 2

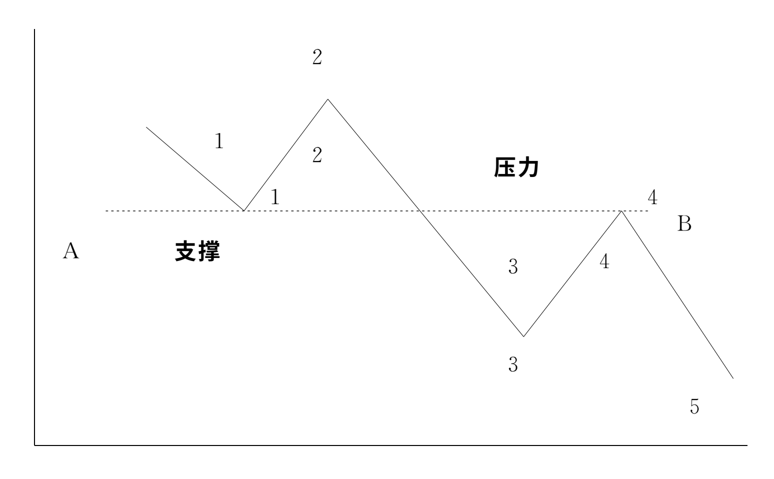


图 1. 11. 3

(2)趋势线,它分为上升趋势线和下降趋势线两种。上升趋势线,是指用一条直线连接两个或两个以上逐渐抬高的低点所形成的趋势线;下降趋势线,是指用一条直线连接两个或两个以上逐渐降低的高点所形成的趋势线。因为趋势线能够反映一段时期内(从过去到未来)的价格走向,所以并非将随意两个低点或高点连成直线即可,为了找出真正有效的趋势线,要多画几条,然后从中选择出实际有效的趋势线。如图 1. 11. 4,只有 AB 连线是有效趋势线,其他连线都不能称作趋势线,因其维持过于短暂。

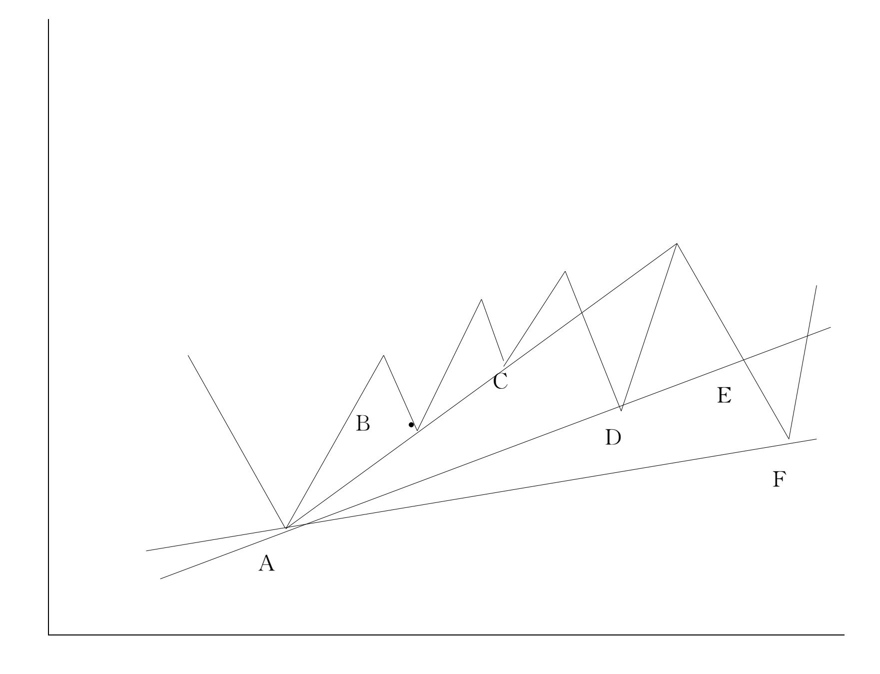


图 1.11.4

由上例可以看出，运用趋势线分析方法时需注意以下几点：①趋势线连接的点数越多，其趋势意义越高。②趋势线的长短与其重要性成正比，过短则难称趋势，尤其值得注意的是第一点与第二点之间的距离，如果太近也会降低其重要性。③趋势线的斜率愈大，即趋势线愈陡，其有效性愈低，即斜率小的趋势线具有较高的可靠性。

最后是趋势线的运用，由于趋势线反映着一段时间内股价的走向，所以它能够帮助投资者的买卖决策。在上升趋势中，趋势线亦是支撑线，当股价回落至趋势线附近时可以买进；在下跌趋势中，趋势线就是阻力线，当股价反弹上升至趋势线附近时应该卖出。但是，前面已讲过，市场中不存在永远的支撑和阻力，趋势线也不会成为持久，一旦股价向下或向上突破趋势线，则表明原有趋势可能被打破，市势将要转变，从而投资者也要调整买卖策略。

3. 形态的一般特性

虽然在市场运行中所形成的各种形态的具体情况各不相同，但它们仍有一些特性是共通的：

(1)在转向形态形成之前，必须要有一段已完成的上升或下跌行情。

(2)转向形态的最后形成通常以突破一条重要的趋势线作为确认信号。

(3)顶部的转向形态一般所需时间较短，但波动的幅度较大；而底部的转向形态则通常需要较长时间，但波动幅度较小。

(4)反转上升的形态一般需要成交量的放大作为配合才能完成，而反转下跌形态则不一定伴有大成交量。

二、转势形态及其市场策略

转势形态，就是此类形态完成之后的市场走势将发生反转，不是由下跌转为上升，就是由上升转为下跌。其具体包括头肩顶/底、双顶/双底、圆顶/圆底等，不同的形态需要不同的市场投资策略。

1. 头肩顶与头肩底

(1)头肩顶。头肩顶形态，是指在一个上升趋势的顶部出现的连续三个波浪形态，中间的高峰为头，左右各一次回档为肩。如图 1.11.5 所示。

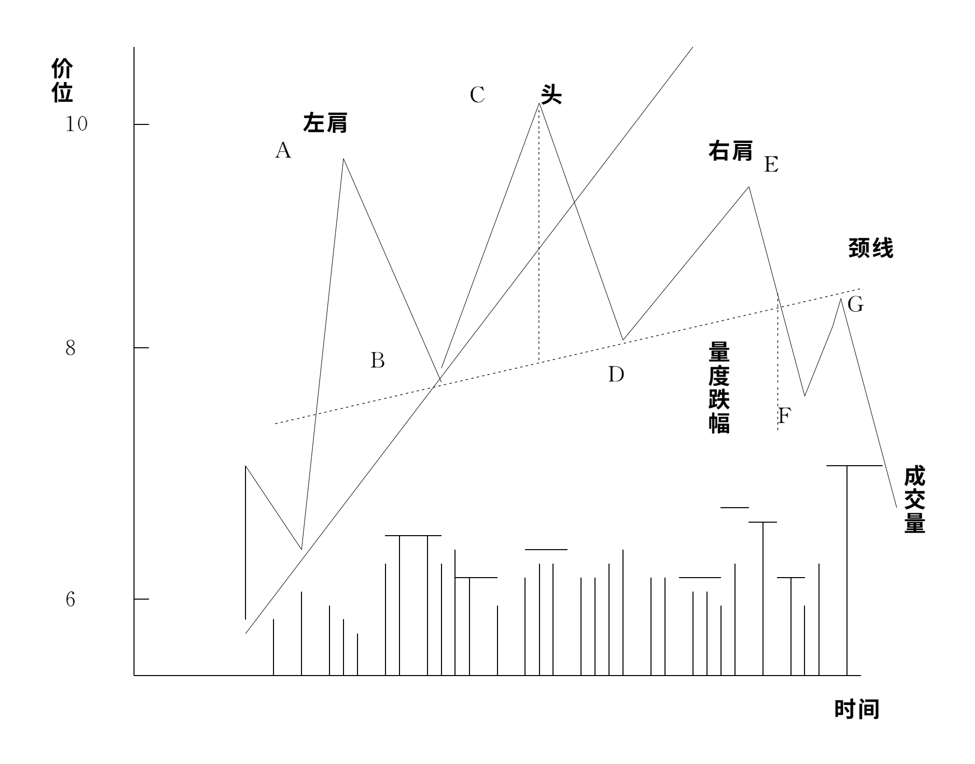


图 1.11.5　头肩顶形态

头肩顶形态是可靠性极高的转向形态，它一般出现在一个长期升势的顶部。它的左肩 A 点处成交量较大，回档至 B 点，成交量缩小；头部 C 点价位见新高而成交量却未能配合；第二次回档至 A 点以下的 D 点；第三次冲高形成右肩，E 点，低于 C 点且成交量进一步减少；股价跌破颈线 BD，之后通常回抽反弹至 G 点，然后继续下跌。

一般来说，股价跌破颈线之后的量度跌幅为头部至颈线的距离，从突破颈线处开始量度。另外，需指出的是，股价在形成右肩之前，通常要先跌破第一条上升趋势线。

(2)头肩底。头肩底形态，是指相对于头肩顶，在底部形成的类似转势形态，它亦是一个极具可靠性的反转形态。其形成过程如下：

在一个长期下跌趋势的后期，再一次下跌形成左肩，A 点，成交量缩减；反弹至 B 点又一次下跌至 C 点，成交量继续缩减且低于 A 点；再一次反弹至 D 点后回落至 E 点，形成右肩，成交量有所放大，且 E 点高于 C 点；右肩形成之后，在成交量放大的配合下，股价向上突破颈线 BD，大多数情况下股价会在突破后回抽检验突破的有效性。见图 1.11.6 所示。

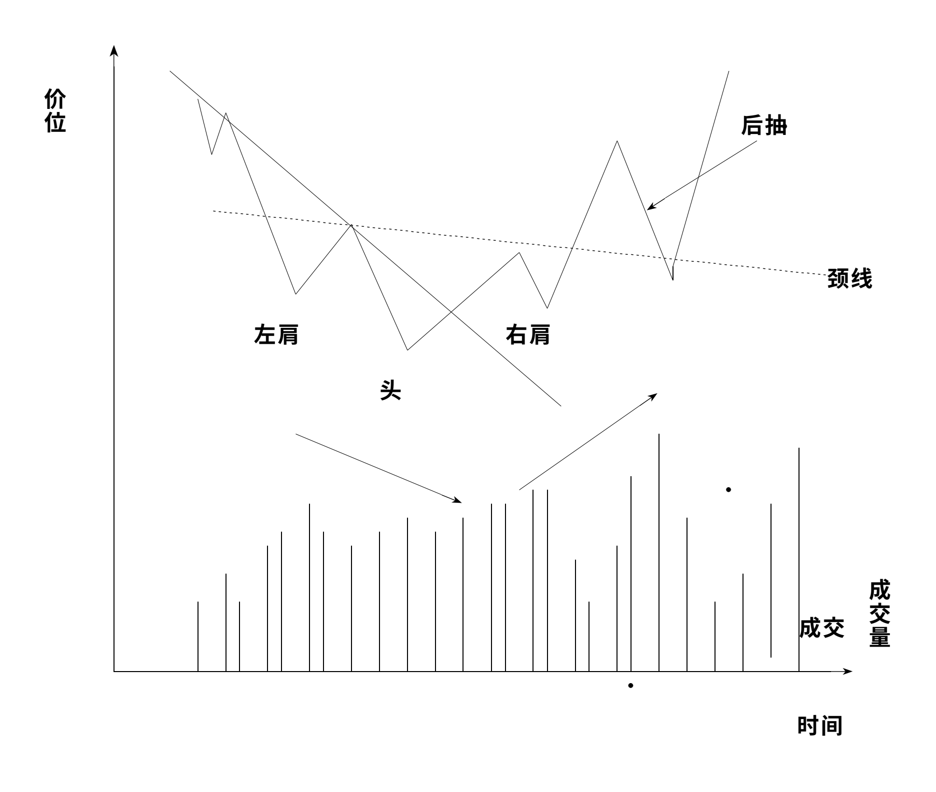


图 1.11.6　头肩底形态

头肩底形态突破后的量度升幅也等于头部至颈线的距离,从突破颈线处开始计算;同时,在右肩形成之前,股价也要首先突破一条最后一条下跌趋势线。

(3)进一步说明。上面介绍的只是标准的头肩顶/底形态,但在实际市场中所有的形态却大多是变形的形态。

①颈线不一定呈水平状,可以向上或向下倾斜。以头肩顶为例,由左至右形成向下倾斜的颈线表示市态较弱,下跌幅度可能很大。

②头肩形态有时会以一头多肩或多头多肩的形态出现,有时还会出现头肩水平而构成三重顶底,这类形态变化虽繁复,但万变不离其宗,均可依照头肩形态进行分析。

(4)市场策略。一般原则是:当股价突破颈线后,投资者应及时调整策略,顺势买卖。但是如果有充分的理由可以肯定头肩形态的形成,完全可以在右肩形成时开始行动,从而获得更大收益。这些理由是:

①目前,股价已接近强支撑线或强阻力线。

②以历史价位作为衡量标准,目前价位已接近或超过历史高价或低价。

③成交量的变化与形成头肩形态的特征相似。

2. 双顶与双底

(1)双顶,通常被称为“M”头。在上升趋势中,股价创出一个新的高点 A,并伴有放大的成交量;之后回档至 B 点,成交量缩减,然后反弹升至 C 点,该点与 A 点高度相等但成交量大大少于 A 点;最后股价下跌并突破颈线(经 B 点与 AC 平行的直线),A、C 即构成双顶形态。如图 1.11.7 所示。

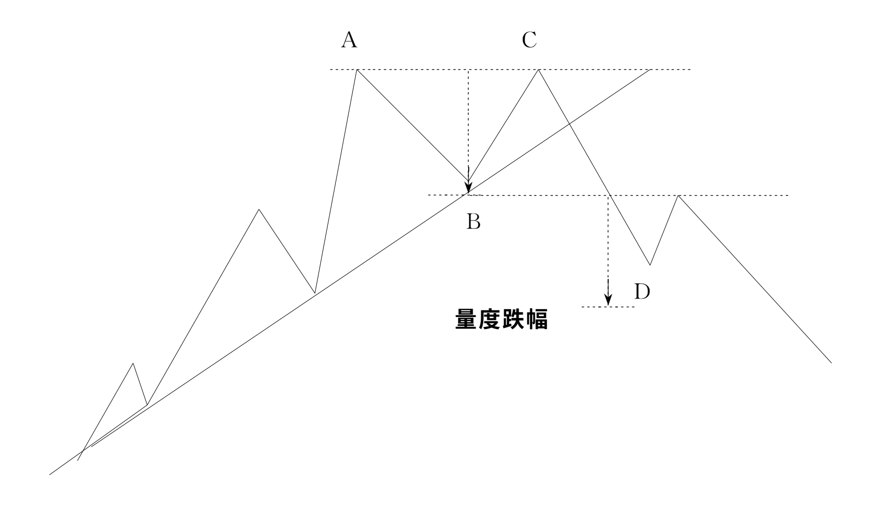


图 1.11.7　双顶形态

双顶形态的两个顶高度一致,成交量在第二顶点处比第一顶点时明显减少;突破颈线后大多会出现回抽,其量度跌幅与头肩顶相似。

(2)双底,又称“W”试。在下跌趋势中,股价创出新低 A 点,后反弹至 B 点又复回落,跌至与 A 水平的 C 点,然后放量上升突破颈线(经 B 点与 AC 平行的直线)。这种股价走势即构成双底形态。如图 1.11.8 所示。

双底形态的两个底高度一致,第二底时的成交量十分萎缩,而在突破颈线时放大;其量度升幅与头肩底相似。一般来说,两个高点或低点间的距离越长,则形态的可靠性越大。另外有时会出现双顶/双底的两个顶或底高度不一致的情况,只要不超过一定限度(通常以 3%为限)就仍然可按双顶或双底形态进行分析预测。

(3)市场策略。稳健的投资者可以等到形态完成,股价向上或向下突破时再采取行动,而爱好投机的投资者则可以在形态完成之前行动,以高价卖出,低价买进。

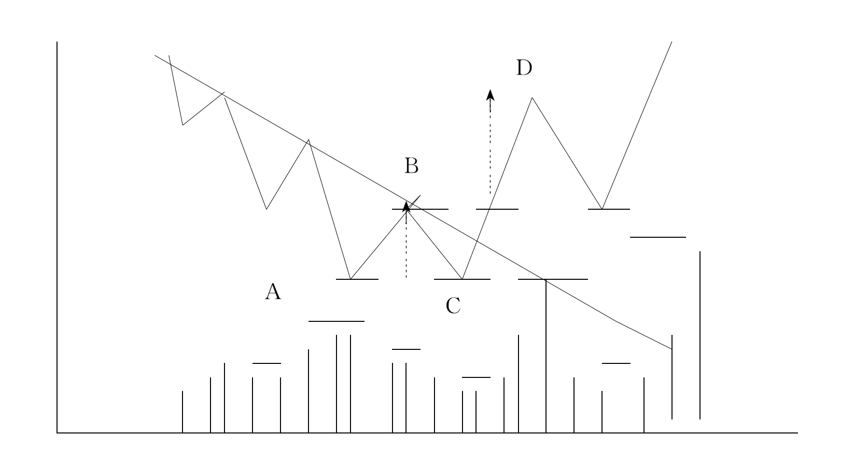
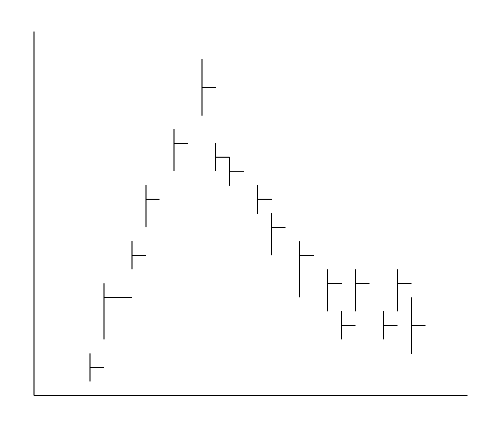


图 1.11.8　双底形态

3.V 形

(1)V形，是指一种急剧的反转形态，事先没有任何预示信号，市势突然转变，迅速朝相反方向运动。这种形态通常出现在单日反转或岛形反转中。见图1.11.9。V形反转下跌或上升的幅度一般在极短的时间内便达到了先前趋势升幅或跌幅的1/3或1/2，有时这种急剧变化会持续更长时间。



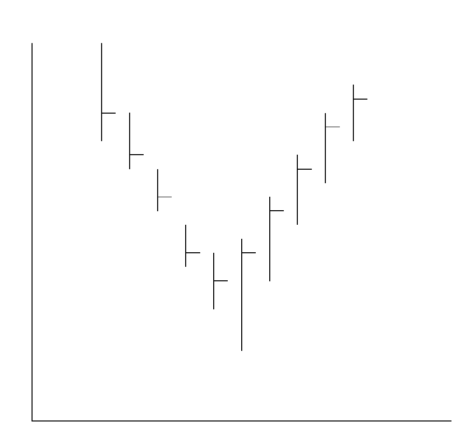


图1.11.9　V形

(2)右倾扩张V形，是指市势反转后，在图形的右边形成一个平台，见图1.11.10。一般来说，平台向右上方倾斜，平台形成时成交量减少，平台被突破时成交量会放大。平台的突破即意味着形态的确认。

(3)左倾扩张V形，是指市势反转前，图形左倾形成平台，之后股价突破平台上升，达到一定价位时突然反转直下，宣告形态的完成。这种形态相当罕见。如图1.11.11所示。

(4)市场策略。V字形是市场投资心理戏剧性反转的产物，其发生原因可能是一个不可测的因素，一件突发的政治或经济事件。因此，V形转势形态最难预测和分析。

基于V形的特点，投资者在及时顺势买卖的同时，更应注意V形的完成，认真分析股票的历史和行情的本质，预测市场的趋势，既不要买了天价而套牢，也不要卖了地板价。

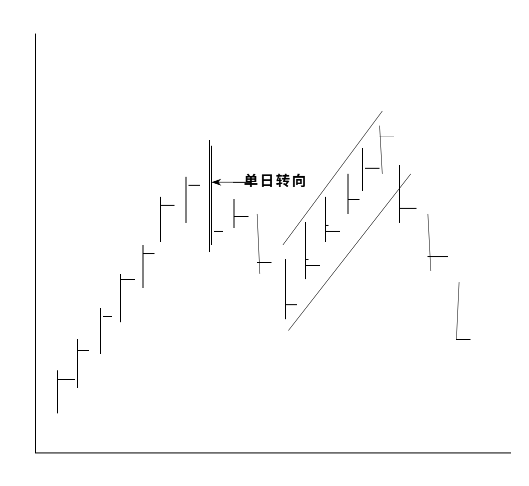




图1.11.10　右倾V形形态

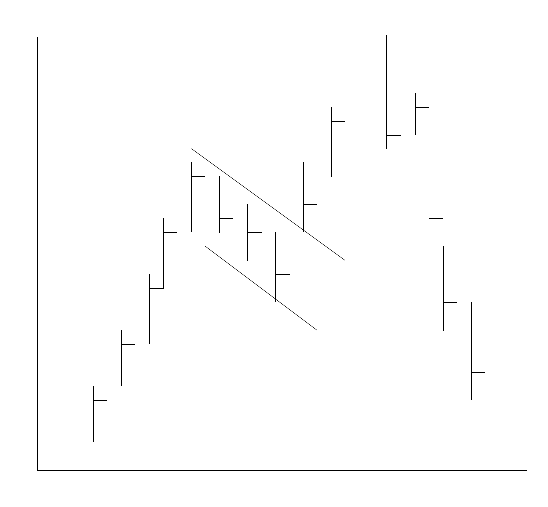


图1.11.11　左倾V形形态

4. 圆顶与圆底

圆顶与圆底形态，又称碟形反转形态，相比较来说，圆底形态常见一些。这类形态反映了趋势平缓渐进的改变，且成交量也是由大变小，再由小变大而呈圆底状。

(1)圆顶形态表示上升趋势逐渐失去向上能量因而走平并继而反转向下。(图略)

(2)圆底形态表示下跌趋势逐渐失去向下势能因而走平并继而反转上升。圆底形态在实际市场中还会出现两种情况：①在底部形态的中间位置时，股价会突然拨高，成交量也随之放大，但很快又恢复了原来的平缓走势；②在圆底形态被突破后的上升初期会有一个短暂的整理过程，从而形成一个平台，此时成交缩量，之后股价突破平台上升，成交量再次放大。如图 1.11.12 所示。

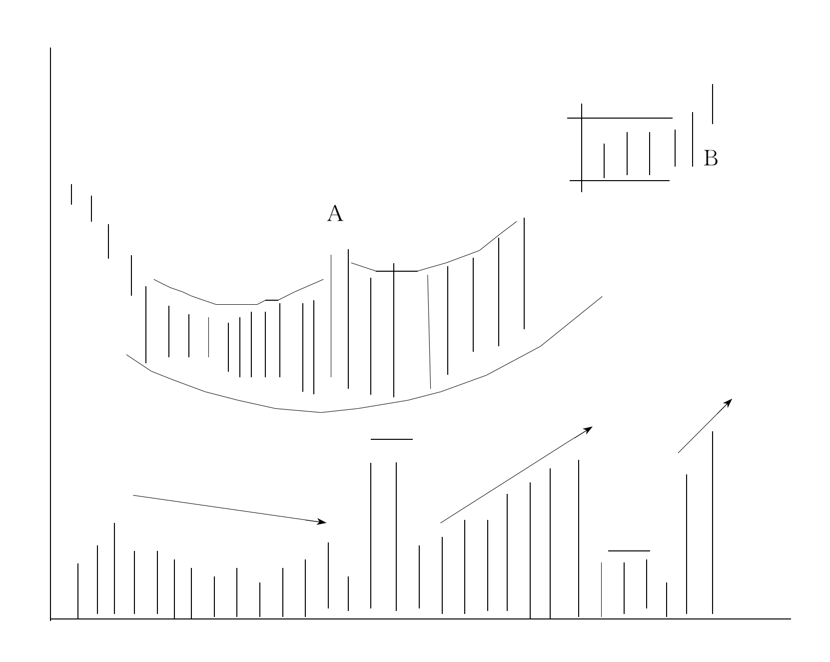


图 1.11.12　圆底形态

(3)市场策略。圆顶与圆底形态所持续的时间较长，可以使投资者有足够的时间采取行动。仅以圆底形态为例，(因其较之圆顶形态常见)，其间有三个买进股票的较好机会。①当股价和成交量由最低点开始逐渐上升时。②圆底形态完成，股价向上放量突破时，但准确预测和及时确认圆底形态的完成与突破在实际上却并非一件易事。③在突破上升后的第一个整理平台形成时。

三、盘整形态及其市场策略

盘整形态又称巩固形态，它属于中短期的走势，市势略作调整后，将最终选择运行方向，或继续原来的趋势，或反转形成反方向突破。

盘整形态包括三角形、钻石形、旗形、楔形及箱形等具体形态。

1. 三角形

三角形有时也被作为转势形态分析，它的变化较多，并且向上或向下突破的可能都存在，因而较难把握。三角形形态分为四种：对称三角形、上升三角形、下降三角形和扩大三角形。

(1)对称三角形，是指由两条对称相汇合的趋势线构成的，如图 1.11.13 所示。对称三角形表示目前的趋势略做整理后，仍将继续原来的走势，若原有趋势是上升的，对称三角形的突破方向一般选择向上；反之则向下突破。

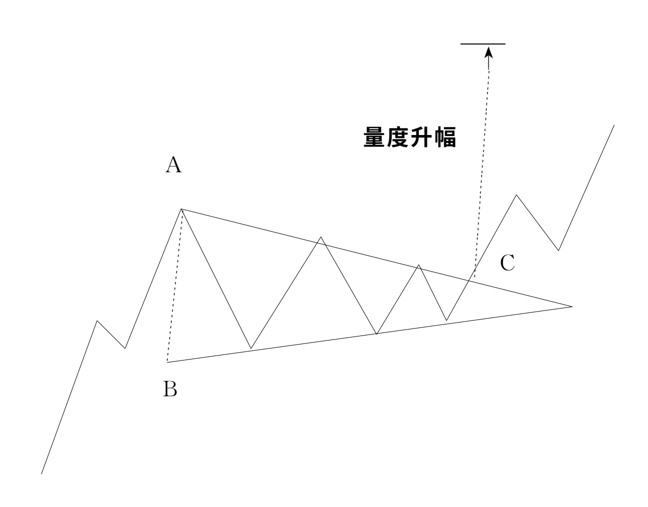


图 1.11.13　对称三角形

对称三角形有以下几个特征:①成交量从左向右逐渐减少,如果突破方向向上则需要较多成交量作为配合。②突破一般在三角形的 1/2 或 3/4 处出现,愈靠后则突破力量愈弱。③量度升/跌幅度为三角形的最阔距离,从突破之外开始度量。④突破后一般多数会出现反抽,以检验突破的有效性。

(2)上升三角形,是指对称三角形的变化形态,它有一条上升的底线和一条水平的顶线。见图 1.11.14。

上升三角形的特征与对称三角形大同小异,它更倾向于向上突破。

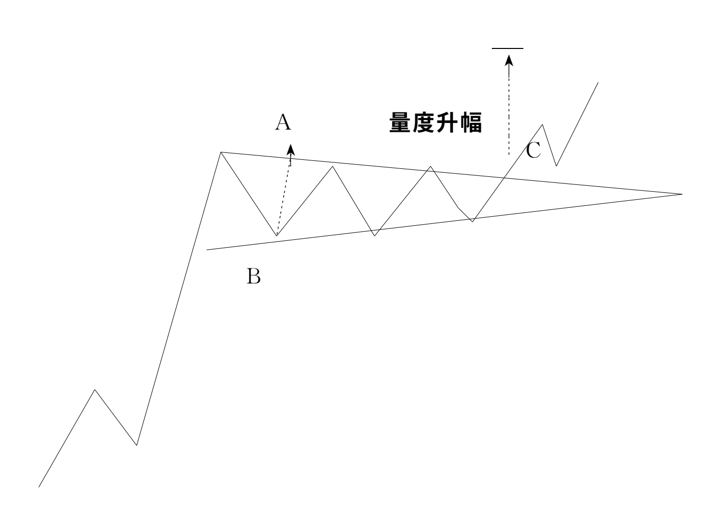


图 1.11.14　上升三角形

(3)下降三角形。它刚好与上升三角形相反,它是由一条下降的顶线和一条水平的底线构成的。见图 1.11.15。下降三角形一般是下跌中途的整理形态,但有时亦会出现在顶部区域,其突破方向多数向下,其他特征与对称三角形相似。

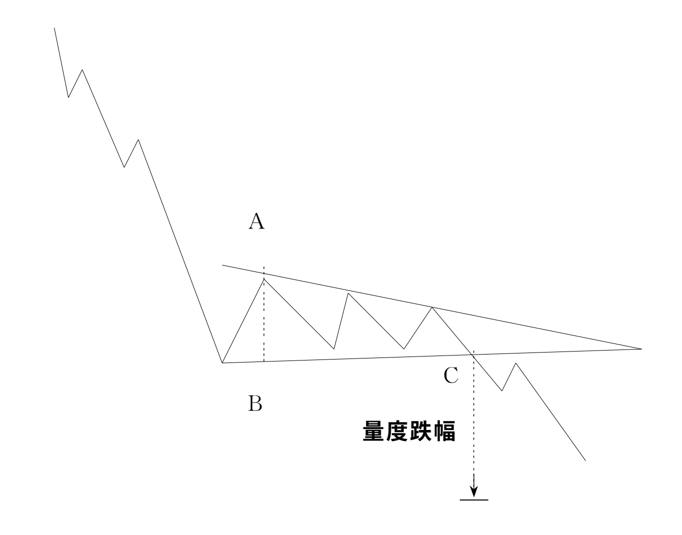


图 1.11.15　下降三角形

(4)扩大三角形,其实是个倒转的三角形。它是指由两条扩散的趋势线构成的,就像一个喇叭,如图 1.11.16 所示。

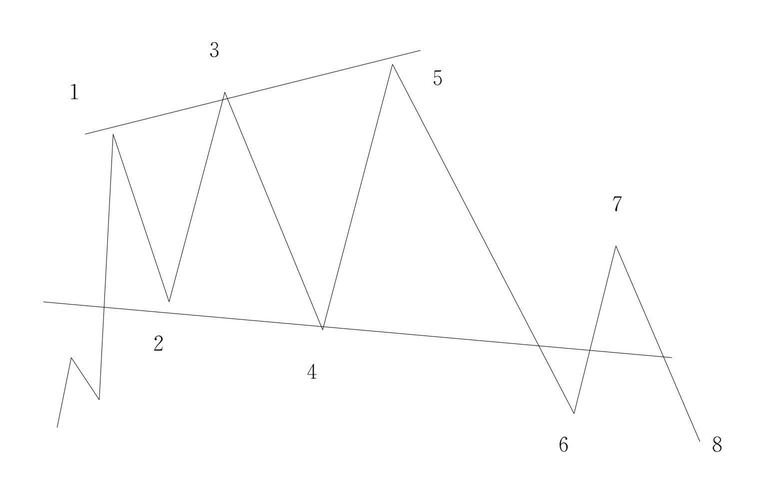


图 1.11.16　扩大三角形

扩大三角形的形成一般要有三个高点和三个低点,并且一顶比一顶高,一底比一底低。扩大三角形的成交量在股价震荡,随着震荡的加大而增加。它通常出现在顶部区域。

(5)市场策略。三角形是对前面趋势整理的形态,一般情况下在形态完成后会继续原来的趋势,这种可能性由大到小排列如下:上升三角形、对称三角形、下降三角形、扩大三角形。在进行买卖操作时,投资者应在实际趋势已较明确时再行决策,因为三角形常常是不可靠的形态。

2. 箱形、旗形、楔形和钻石形

(1)箱形,由两条平行的直线组成,股价在两线之间震荡整理,是一种常见的盘整形态。如图 1.11.17 所示。

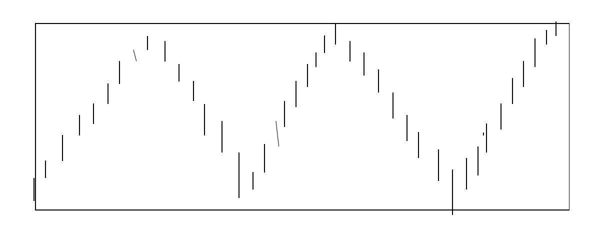


图 1.11.17 箱形

箱形的特点与对称三角形有些相似,只是两条直线平行而不相交。在箱形中,如果上升时成交量放大而回档时成交量减小,则后市可能向上突破;如果回档时成交量放大而上升时成交量减小,则后市可能向下突破。

股价突破箱体后的量度升/跌幅度的量度可先测出箱顶到箱体的距离,在突破处向上或向下加上该距离即是股价的量度升/跌幅度。

(2)旗形,包括旗杆和旗面,股价的一段飓升形成旗杆,然后升势暂停,股价在两条平行直线间整理而形成旗面。见图 1.11.18。

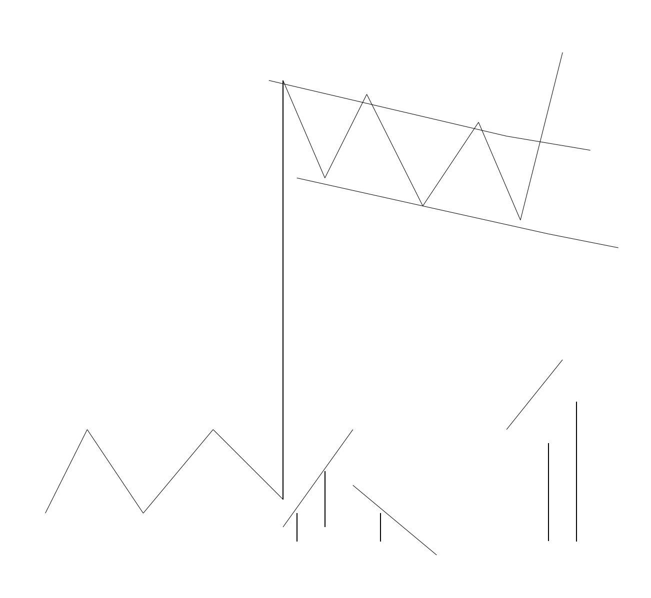
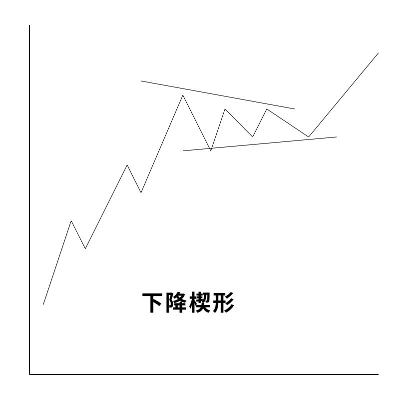


图 1.11.18 旗形

一般来说,旗面向右下倾斜,后市可能上升;而向右上倾斜的旗面则可能是后市下跌征兆。在旗形整理过程中,成交量递减,而一旦股价放量突破形态,则可宣告旗形形态的完成。

(3)楔形,分为上升楔形和下降楔形两种,它们都由两条相汇聚的直线组成,与三角形所不同的是,上升楔形的两条直线均向上倾斜,下降楔形的两条直线均向下倾斜。见图 1.11.19。



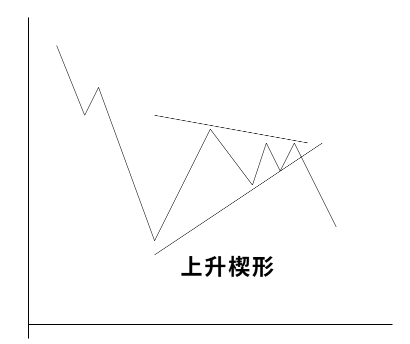


图 1.11.19　楔形

楔形是一种中短期整理形态,形成时间通常在1—3个月,在大多数情况下,上升楔形表示后市向淡,而下降楔形则表示后市向好。楔形的突破一般在形态的2/3处,同时,在楔形形成过程中成交量减少,而突破时成交量放大。

(4)钻石形,是一种相当罕见的顶部盘整形态,它实际上是扩大三角形和对称三角形的结合体,如图1.11.20。

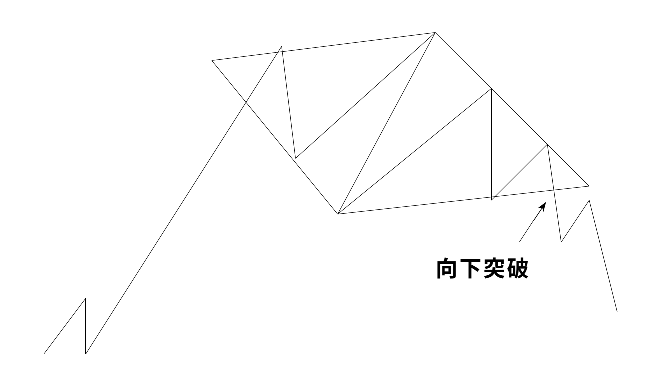


图 1.11.20　钻石形

钻石形在前半部分成交量随股价震荡的加大而放大,后半部分则逐渐减小,在突破形态时,成交量一般会放大。钻石形盘整形态中股价突破后的量度跌幅为钻石形的最阔垂直高度。

(5)市场策略。在盘整形态中,稳健的投资者应以静制动,持股或持币观望,待市势明确后再作行动;如果投资者偏好高风险和高收益的原则,亦可分析股价走势形态的性质,提早行动,先人一步。

四、形态运用精要——最后的提示

1. 卖出股票的信号

如果手中持有股票,在发生下列情况时,即使股价尚未触及止损位,也要果断抛出股票。

(1)向下突破头肩顶颈线。

(2)向下跌破对称三角形。

(3)岛形反转,并配合以大成交量。

(4)跌破箱形整理形态。

(5)跌破上升楔形。

(6)跌破钻石形形态。

(7)跌破旗形形态。

(8)跌破重要趋势线。

2. 买进股票的信号

在手中持币待购时,如遇到下列情况,应立即杀进,全仓介入。

(1)向上突破头肩底形态。

(2)向上突破上升三角形。

(3)底部V形反转。

(4)向上突破箱形盘整形态。

(5)向上突破下降楔形。

(6)向上突破旗形形态。

(7)突破重要阻力线。

(8)突破重要阻力位。

这里的突破是指有效突破,确定标准有二:①收市价位是否超过3%。②在时间上股价连续两天在突破价之上。只要符合此二点或其一,则出现假突破的可能性会极小。

第十二章　主要技术指标

一、从技术指标判断进出时机

1. 停损点指标(SAR)

SAR 的英文全称是 Stop　And　Reverse，中文称为停损点指标，又称抛物线指标。SAR 的图形看上去就像抛物线一样，随着股价的逐步上涨，SAR 也会加快上升速度，一旦股价涨势减缓或者反转下跌，SAR 就会发出信号，使投资者及时而退。见图 1.12.1。

SAR 的轨迹如同抛物线
跌破 SAR 时卖出
SAR 加速上升

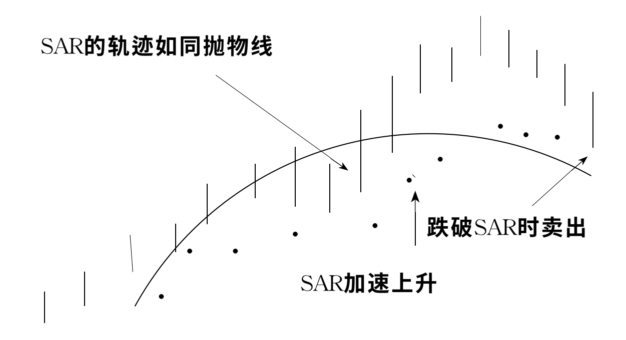


图 1.12.1

股票价格的波动，是一个从低点价位到高点价位，再从高点价位到低点价位的循环过程，根据股价计算的 SAR 指标也同样如此，因此，根据 SAR 就可以判断股市进出时机。

(1)在股价上涨过程中，SAR 的圆圈位于股位的下方并随之上升，当股票收盘价一旦向下跌破 SAR 时，是卖出时机。

(2)在股价下跌过程中，SAR 的圆圈位于股位的上方并随之下降，当股票收盘价一旦向上突破 SAR 时，是买进时机。

SAR 首先是一种安全性防御，把损失控制在最小，但 SAR 的全名是停止损失及反转点，因此，在防御的同时还可以进攻，也就是说，股价向上突破 ASR 时买进股票，股价向下跌破 SAR 时卖出股票，获得了结。

但是，SAR 在股价盘整期间同样无法使用，也需要其他指标的援助，不过，瑕不掩玉，SAR 的确是一个简明又实用的技术指标。

2. 涨跌比率指标(ADR)

ADR 指标又称为涨跌比率，与其他技术指标所不同的是，ADR 只能用来分析股市的整体动向，因为它是以上涨股票家数和下跌股票家数作为原始分析数据的。

设$\triangle S_1$为股市中某日的上涨股票家数，$\triangle S_2$为同一日下跌股票家数，P_1、P_2分别表示 n 日内上涨总家数和下跌总家数，则 n 日的 ADR 的计算公式

为：

$$n\text{ 日 ADR}=\frac{P_1}{P_2}$$

式中：$P_1=\sum\triangle S_1$

$P_2=\sum\triangle S_2$

一般来说，当 ADR=1 时，表明 n 日内多空双方力量相当；ADR>1 时，表明 n 日内多方力量大于空方；ADR<1 时，表明空方强势，多方弱势。由此可得出 ADR 的基本运用原则：

(1)ADR 的值始终在 1 上下波动，1 为多空双方的分水岭。如果 ADR 大部分时间超过 1，表明趋势向上；反之，ADR 大部分时间小于 1，则表明趋势向下；ADR 在 1 附近平走，显示多空力量均衡，市势处于盘整。

(2)ADR 值在 0.5—2.0 之间波动时，说明大势处于一般性涨跌之中，多空双方互有胜负。ADR 大于 2.0 时，表明多方力量强大，但此时市场过热，已处超买状态，获利盘随时会杀出，应逢高减磅；ADR 小于 0.5 时，表明空方势头强劲，但亦显示市场跌势过猛，已处超卖状态。ADR 的超买和超卖信号，提醒投资者及时行动，实现“人弃我取，人取我与”的策略。

(3)一般情况下，ADR 与大盘走势相符，当发生背驰现象的时候，往往预示行情将要反转。大盘上升而 ADR 下降，说明股市中少数指标股涨，而多数小盘股下跌，上升难于持久；大盘下跌而 ADR 上升，表明大盘指标股在下跌，但多数小盘股已悄然启动，牛眼初开，行情止跌回升就在眼前。

ADR 从一个侧面显示了多空双方相斗的基本局势，作为判断大势的技术指标，ADR 有先行警示作用，但 ADR 也有自身的弱点和不足：

(1)计算周期的随意性，周期过长或过短都会造成信号失真，失效，一般可选择 10 日或 12 日。

(2)超买超卖的模糊性，这一点与 ADR 相似，ADR 出现超买或超卖信号，即 ADR>2.0 或 ADR<0.5 时，不一定马上发生指数回落或反弹。

(3)背驰信号的滞后性，背驰信号虽然先于行情出现，但它的确认却要等到行情真正反转后才能进行。因此，ADR 只是给投资者提供一个可能性较大的机会，风险虽小却还是存在。

(4)ADR 指标只能用来研判大盘走势，不能用以个股分析，即只能提供时机的选择参考。

3.OBV

OBV 的英文全称是 On Balance Volume，中文称为积累能量线。它是利用成交量的累计数来研判股市中需求量与供给量的对比。

OBV 的计算非常简单，如果今日收盘价高于昨日收盘价，则今日成交量为正值；如果今日收盘价低于昨日收盘价，则今日成交量为负值。把一定时间内的成交量正负值相加，即为 OBV 值。见表 1.12.1。

表 1.12.1

日期	收盘价	成交量	OBV
1/10	5.36		0
2/10	5.55	+10000	10000
3/10	4.99	−5000	5000
4/10	5.16	+8000	13000
5/10	5.33	+11000	24000
6/10	5.86	+14000	38000
7/10	5.75	−12000	26000
8/10	5.20	−8000	18000
9/10	5.25	+7000	25000

OBV 以“N”字型为波动单位，其中，对于一波高于一波的“N”型波称为上升潮；对于一浪低于一浪的“N”型波称为下跌潮。见图 1.12.2。

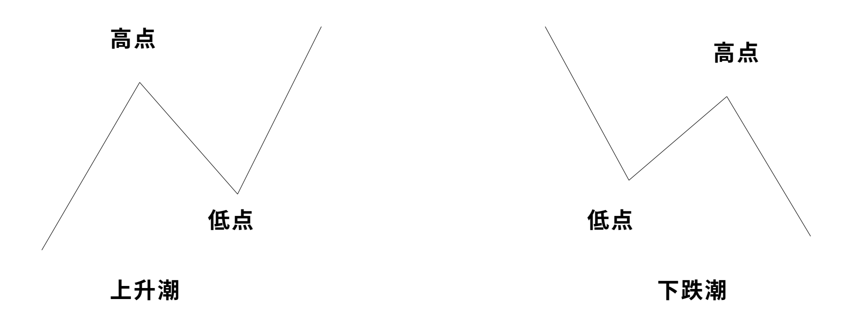


图 1.12.2

一个上升潮包含“上升—下跌—上升”，当 OBV 向上突破 N 型波的转折高点时，通常画一个向上的“↑”表示；而一个下跌潮包括“下跌—上升—下跌”，当 OBV 向下突破 N 型波的转折低点时，则以一个向下的“↓”表示。通过对这些箭头的分析，就可以对股价的走势做出一定的预测。见图 1.12.3。

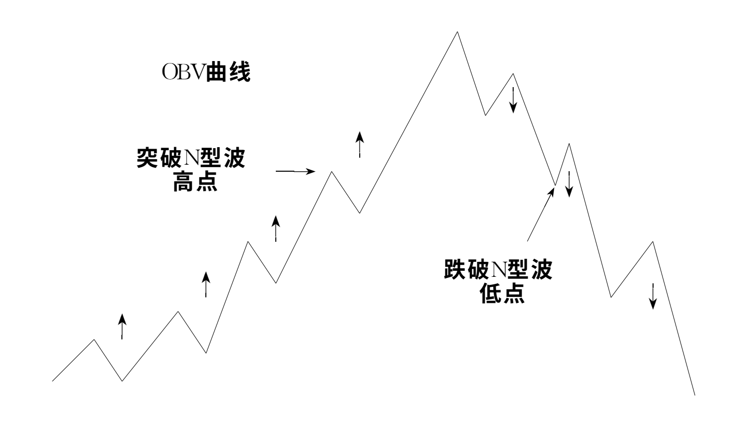


图 1.12.3

OBV 的具体运用法则如下：

（1）当 OBV 累积了 4—5 个箭头后，股价可能会产生短期调整；当 OBV 累积了 7—9 个箭头后，股价可能会产生大的反转。注意，箭头的方向应是一致的，并且应从 OBV 最后一次明显的底部或顶部算起。

（2）当连续的小 N 型波构成一个大 N 型波时，上涨行情大多已近尾声。

（3）OBV 和股价产生“背离”时，往往表示当时股价的上涨或下跌是虚假的，行情随时都有可能反转。

但是，OBV 指标也有自身的缺点：

（1）OBV 提供的信号有时会受到突发性消息的影响，因为突发性消息会造成成交量的不平常变动。

（2）OBV 的计算仅以收盘价为依据，显然有失真的可能，例如当天最高价会涨升 100 点，但收盘价

反而跌5点这种情况，OBV就无法真实地反映出来。

（3）OBV指标只能作为短期操作技术工具，因为它只涉及到了价和量，而与基本面因素毫不相关。

二、运用技术指标中应注意的问题

上一节介绍了3种技术指标，这只是技术指标中的一小部分，因为技术指标的种类很多，投资者要个个精通了解既不可能也无必要。上面所选择的3个指标可以说是技术指标中的精品，大多已经过了几十年的市场锤炼，然而饶是如此，却不能把其运用仅仅理解为记住几条规则，还有几点也是要注意的：

1. 技术指标只是一种参考的工具

投资者不应只凭一种指标的信号就对行情下判断，技术指标所提供的只是一种辅助作用，而不是绝对的作用，因此，要交叉使用，取长补短。这样做的根据有两个：①综合运用多种指标可以提高正确的概率，增强信号的客观性。②不同的指标有不同的特性，各有优点和不足，综合交叉运用技术指标可以此之长补彼之短。

2. 把切线理论引入技术指标分析

切线是不同高点或低点以及它们之间的连线，它对股价的走势起着支撑或阻力作用。

3. 提高心理素质

提高心理素质，就是练“心”，其实这不仅是运用技术指标所需要的，也是作为一个股市投资者所不可缺少的，这里关键的一点就是学会自信与孤独。不要听别人的夸夸其谈，坚定地按自己的判断行事，有的投资者在家做了一夜的功课而做出一个决定，可是当他一早晨来到证券部时，却只因旁人的一句话就轻易地改变了计划。当然，自信来源于学习，而学习则包括多方面的内容，如国家政策、经济周期、行业状况、股市投资技术等。

第十三章　成交量分析

一、成交量里的市场秘密

成交量就像一面镜子，反映了市场里的一切信息，其大小增减的变化看似无序，其实却包含着许多秘密，预示着市场的趋势。

(1)在股市中，多空双方的意见愈不一致时，市场交易就愈活跃，成交量也就越大。这是因为对股价后市看涨的投资者会买进，而认为股价后市下跌的投资者会卖出，多空双方都认为后市有利可图，自然交易活跃，成交量增大。

(2)如果股价上涨时伴随着成交量的放大，后市一般会持续上涨；如果股价下跌时伴随着成交量增加，后市一般会继续下跌。当然，这只是一般性规律，在实际市场运行中，有时可能会出现一些特殊情况。

(3)在上升行情中，如果开始是价涨量增，后面却出现股价继续上涨，而成交量增加减缓或萎缩的情况，这将是股价反转下跌的先兆，宜出脱股票。

(4)在上升行情中，与上面情形相反，如果起初是价涨量增，出现成交放出巨量，而股价却在高位震荡，无力继续上行的情况，这亦是涨势将尽，市场反转的信号，投资者宜择机卖出股票。

(5)在股价下跌初期，如果当股价跌破10日及30日移动平均线或其他重要趋势线时，出现放量下跌的情况，将意味着后市股价尚有一段下跌空间，投资者应抛出手中股票，而且决不能抱侥幸心理去抢反弹。

(6)在下跌行情中，股价从低位反弹上升，后又回跌至低位。如果回跌时的成交量少于前次低位的成交量，就表示股价已在低价区，二次探底成功，后市股价将开始回升，至少不会再继续下跌。

(7)在空头市场的末期，如果股价止跌企稳而低位整理时，出现成交量放大的情况，将是股价反弹上升甚至反转上升的信号。

二、成交量与股价及股价指数的关系

1．成交量与股价的关系

一般来说，从成交量与股价关系的分析中能够预测出股价未来的走势。当量价配合时，在上升行情中，股价会继续上涨；在下跌行情中，股价会继续下跌。当量价背离时，股价大多会出现与行前趋势向反的走势。因此，成交量增减的变化与股价的升跌有着密切的关系，从中可以发现股价涨落的信号，从而成为投资者投资决策的重要参考。

具体来说，成交量与股价的关系可分为两种情况：

第一，量价配合

当股价上升时，成交量也随之增加；当股价下跌时，成交量随之减少，这种成交量增减与股价升跌步调一致就称为量价配合。它又分为两个具体表现：

(1)价涨量增，在上升行情中，成交量不断放大，股市逐渐活跃，投资者对后市普遍看好，多头气势越来越旺，外围资金涌入股市，买盘踊跃，股价得以顺势涨升。交易活跃，换手积极使成交量持续增加，而股价的连续上涨又吸引了更多的投资者进入股市，带来更多的资金，从而达到股价上涨和成交量增加相映成辉的局面。只要成交量继续放大，股价就可能继续上涨。

(2)价跌量减。在下跌行情中，成交量随股价的下跌而逐渐减少。股价的下跌动摇了投资者的持股信心，纷纷想出脱股票以回避风险，但是此时因为大多数投资者均无买入意愿，所以下档接盘了了，成交量明显萎缩。股价进一步下跌，换手稀少，交易清淡，这使股价不断阴跌下行。如果一段下跌行情之后，出现成交量放大的现象，表示低位有买盘介入，股价有望反弹甚至反转上升。

第二，量价背离

当股价上升时，成交量反而减少；而股价下跌时，成交量却放大，这种股价涨跌与成交量增减步调相反就称为量价背离。它也有两种表现：

(1)价涨量减。当股价上涨到相当幅度时，投资者对高价位望而却步，买盘减少，股价虽然继续上涨，成交量却不再增加乃至减少，这种现象就是价涨量减，它是市势即将下跌的信号。

(2)价跌量增。当股价下跌时，成交量非但不减，

反而增加。这种情况称为价跌量增。这里分两种情况:①股价累积涨幅已大,开始由高位向下滑落,这里成交量放大。这是因为相当多的投资者认为是回档而纷纷买入,而事实上却是主力机构在出货,从而造成成交量大增。需指出的是,由于主力机构资金雄厚,其所持股票获利丰厚且数量很大,中小散户是接下去抛盘的,因而这时只是下跌的开始。②股价一路下滑,跌幅已相当深,此时如果成交量突然大增,意味着主力机构在逢低吸货,股价有望止跌回稳,并开始一波反弹甚至反转行情。

量价背离一般是股价即将反转下跌或上升的信号,可作为卖出或买进的重要指标。但是,如果成交量的放大是主力机构对敲产生的,或者发生了重大利好或利空事件,投资者则应该及时调整思路,顺势而为。

2. 成交量与股价指数的关系

成交量与股价指数的关系同成交量与股价的关系基本相同,这里只补充三点:

(1)成交量与股价指数的关系如同滚雪球,要想维持股价指数上升,成交量必须放大;但股价指数下跌时并不一定需要成交量的放大。

(2)多头市场中,随着股价指数的上升,成交量也不断放大,当成交量开始走平或减少时,上升行情便告一段落。有时成交量减少,股价指数却仍然上升,这一般是多头陷阱,投资者此时应小心谨慎。

(3)空头市场中,在主要下跌过程中都伴随着成交量的不断萎缩,表示持股者惜售,持币者无意追高,直到成交量减少到不能再减少的时候,便意味着下跌已近底部。如果股价指数继续下跌,而成交量却开始温和放大,那则预示着下跌行情的结束,上升行情的又一次开始。

三、成交量分析的运用

在股市中,对成交量的观察和分析是指导投资者行为的重要指标,这种观察和分析是同股价分不开的。

成交量与股价的关系在前面已作了说明。一般认为,价升量增可推测涨势会持续,价跌量增则跌势会继续。这在大多数情况下是符合实际的,但是还需要具体问题具体分析。股价上升时,成交量的放大表明了人气的聚集,资金的进一步流入,自然会使股价再上台阶,但是当股价已有相当升幅之后,成交量突然大幅放大,尤其是创造了阶段天量甚至历史天量时,极有可能是市场主力机构的派发行为,同时表明股价的上涨需要更多的资金,而这已经难以为继,下跌即将开始。同样,价跌量增反映了投资者恐慌出货,急于套现,这种情况下股价必然回落,但当股价下跌一段之后,成交量放大也表明低位承接盘增加。值得指出的一点是,股价上升需要成交量的配合,而股价下跌则对成交量没有要求,有时股价跌幅巨大,成交量却极小。

成交量分析的运用可得出如下结论:如果某只股票价升量减,则升势难以持续;如果是价跌量减,则有两种可能:①买盘薄弱,低价位也吸引不了买盘介入。②投资者惜售,尤其是机构主力。而对于价升量增也须怀一分警觉,注意是否是机构大户的出货;价跌量增固然说明投资者看淡后市,却也反映了下档买盘的踊跃承接。

最后,再说明一下运用成交量分析的选股策略,一般来说,成交量较大的股票比成交量一贯较小的股票更适于投资。这是因为成交量大的股票在进行买卖时进出方便,其“套现”功能较强。目前大多数投资者都是以博取差价为主,因而在选择股票时就应考虑到将来股票变现回来的便捷程度。成交量较大的股票,都能从容地买进卖出;而成交量较小的股票,因其买卖盘不足,则有可能使投资者不得不高价买进或低价卖出,增加套现的难度。这一点通过对比沪、深市场与一些地方柜台交易便可有所体会。

第十四章　战胜庄家

一、洞悉庄家

1. 庄家如何炒作

任何一个置身股市的人都知道，从股票中获取利润最终是靠一买一卖，即低买高卖。庄家当然也不例外。但是，作为庄家，自然应当有其独特的操作方式。

不然怎么称庄家？

简单地说，庄家的炒作是这样一个过程：先选定某种意图炒作的股票，经过试盘后再大量进货，进行清盘，将股价格抬升，最后出货，典型的低进高出。

(1)选股。任何庄家都不会随便选择一种股票作为炒作对象的。古语云："凡事预则立，不预则废"。庄家是深知这个道理，在进驻某种股票前，必然要进行周密细致的策划和分析，从宏观经济环境、微观个体、以及社会关系等几个方面进行综合考察。

股市的发展，无时无刻不受整个宏观经济环境的影响，我国深沪股市的大熊市便是整个国民经济进入周期性不景气的写照。做为庄家，一般是在宏观经济运行已经到达最低点又有回升迹象之时进庄的。这时的股市经过一个漫长的大熊市，已经跌到了最低点，风险已经完全释放，往后只有升的可能，没有再下跌的可能。更何况宏观管理者也正希望激活股票市场，刺激整个国民经济的发展。这个时候入庄，往往能得到上层的默许甚至配合。其实还不仅适合庄家，也适合任何投资者。1996年深沪两市的大批进庄和大牛市便是最好的例证。

进庄时机的选择，还必须考虑到与各个方面的关系协调。由于庄家资金规模庞大，进出股市相当不方便，需要和交易所、上市公司保持良好的关系，还要与上层形成一种默契，互相保持联络，这样在炒作过程中才会一路畅通，没有障碍。任何一个方面的微词，都可能导致整个炒作的失败，给庄家带来巨大的损失。

庄家选中某种股票，除了这种股票有适于操作的理由外，还必须对该上市公司进行全面的调查，包括董事会、总经理以及经营情况；尽量取得该上市公司的默许甚至配合，防止在炒作过程中发生意外情况。

庄家选中某种股票进行炒作，还必须找个理由，让公众觉得的确吸引自己，应该买该种股票。这个理由真假无所谓，关键在于能够被炒热，有大量的股民乐意相信和追随。比如香港回归、中西部重点扶持、中外合资等。庄家把这些素材发掘出来，进行加工和放大，极力鼓吹这些因素对上市公司的正面影响，预示该上市公司美好的前景，让公众相信其股票肯定会一直涨下去。

庄家到底要不要炒作某种股票，还要进行试盘。贸然进庄某种股票，会导致成本上升，甚至不得不退出，宣告进庄失败。试盘就是庄家对这种股票进行试探性进货，测试当前行情的走势趋向，目前抛压的轻重，以及游浮筹码的多少，并为以后压价进货做准备。

(2)进货。庄家在经过充分的策划后，选定某种股票，开始其炒作的实质性步骤——进货。

作为进货方的庄家，象任何市场上的买方，总是力图以最低的价格成交，从而降低其购买成本。股市价格又不象其它市场上的价格，有个定数；当供求关系稍有波动时，股价就会随之涨跌。因此庄家在进货阶段面临两个任务：其一是尽量压低股票价格；其二是尽量隐蔽其进货意图。

为了完成压低价格这个任务，庄家常常先设法使股价跌破重要技术支撑线，引起技术派散户的恐慌，引诱他们抛货而减少损失，形成股价进一步下跌的形势，同时利用各种途径，传播利空噩耗，进一步动摇广大散户的持股信心。

防止散户识破其进货而秘密跟进，迫使庄家不得不隐藏其进货意图。由于庄家炒作需要控制大部分的股票，庄家又不想让散户一下子发现成交量的显著变化，于是吸货过程中往往需要几个星期甚至更久一些。这段时间不断传来利空的消息，好象股价随时都可能再往下跌。

有时候发生一些原因，迫使庄家短期内完成进货行为。这时候庄家一方面抬高价位，另一方面又控

制价格，使其涨幅不大。股价小范围上升诱使获利者急忙出货，也吸引了被套牢甚久的散户们连忙将持股抛出。这样，庄家在稍高的价位上大量收购股票，达到了快速建仓存货的目的。

当然，庄家抬升股价进货是有风险的，只有在迫不得已时或者很自信时才偶然用之。如果可能的话，他们更喜欢悄悄行事，不被察觉。

（3）清盘。经过一段时间的进货，大量筹码已经被庄家吃进。但是总有一些散户由于种种目的而未将股票抛出。庄家面临的是抬升股价问题，当然不希望在抬高之时有很多散户获利抛售，给自己造成很大的抬升成本压力。何况，庄家自己辛辛苦苦炒作，散户却轻轻松松地赚钱，而且是赚庄家的钱，庄家当然不能忍受了。为了把散户手中的持股全部或基本上吃净，庄家便需要清盘了。

显而易见，所谓清盘就是庄家动用各种手段，尽量粉碎散户的持股信心，迫使他们在不可忍受的情况下挥剑斩仓，抛出存货，仓皇逃离，从而减少庄家抬升股价的成本。同时使庄家获得一些利差。

为了一举击碎持股散户的持股信心，庄家一般会使用比较凶狠的手段。一般情况下，庄家采用振荡清盘法，就好象为了清理瓶壁上的附着物，往瓶里加水，然后上下振荡。大幅度的上下振荡，高出低进，造成散户心理上的巨大压力，迫使他们在担惊受怕之时抛出手中股票。反复振荡几次，使散户手中的浮游股票减少。

有时候庄家采用跳楼式向下打压，股价仿佛从高楼上往下急速坠落，令散户们绝望地认为再不抛货，就必定要粉身碎骨，一败涂地！

经过几次清洗之后，股价基本上稳定下来，一批看好后市的人进入了持股者行列，而且大家持股的成本均已垫高，不愿轻易出货，庄家已无后顾之忧，可以放心地进入抬升股价阶段。

（4）抬升。庄家在经过充分的清盘之后，开始大幅度的股价抬升。庄家抬升股价主要运用两件法宝：其一，制造良好的技术形态；其二，利用各种传媒。

由于技术分析散户的日益增多，庄家也越来越善于制造各种良好的技术形态。这种方法往往能有效地吸引散户热情跟进追高。

庄家根据技术分析散户的爱好，努力制造炒作股的良好技术形态，有计划地控制每日的收盘价，调整散户关注的各种技术指标，比如 K 线图、平均线图，以及其它常用技术指标。这些经过庄家加工的技术指标会误导技术派散户，降低散户的警惕，为庄家炒作服务。

在整个抬升过程中，庄家还会不惜余力地运用各种传媒，散布利多消息，吸引散户跟进。

由于庄家实力雄厚，往往可以发动各方面的舆论。好比股市是一个大舞台，庄家是舞台的一名小主，自然会有一帮喽啰听其派遣，指东打东，指西打西。当庄家决定抬升某种股价时，旗下歌手便各展所能，尽力吹捧了！他们一方面到处散布种种利多传闻，一方面俨然专家的姿态，指出股价将会涨到某某高档价位，而且这中间有广阔的获利机会，足以使紧跟的散户一夜之间变成巨富！

实际上，庄家究竟要将股价抬到多高完全取决于股市的行情。

如果市场人气十足，反应很好，庄家预测价位还可以抬高，他极有可能在达到原来预定价位后，再喊出一个更美好更诱人的高价目标。相反，当庄家感到市场冷淡、人气不足时，他就会果断地逃跑，绝不会一定要撑到最后。

（5）出货。庄家经过这么久的炒作，终于进入操作中最关键，最困难的一环——出货。

庄家辛辛苦苦忙了这么长时间，为的就是最后能如愿以偿地在高价位上抛出股票获取巨额的收益。因此，庄家会使出浑身解数，不择手段地达到出货的目的。

为了顺利出货，庄家可以根据市场情况选择出货方法。通常的出货方法有两种。

第一种是在抬升到预定高价位后，庄家为了麻痹跟进者，在高价位上反复升降，制造振荡，让散户误认为庄家只是在整理而已。而在这种振荡中，庄家已经悄悄出货了。当然，由于这种出货方式比较隐蔽，故而时间也长。

第二种出货方式是庄家在抬升股价到预定价位后，再次巨幅高升，趁散户全面跟进之时出货。这种出货方式要求市场极牛，人气很旺，市场火爆。在操作前，庄家要先发布突发性重大利多消息，刺激散户放胆吃进。庄家一般只需几天时间就可完成出货。

在这两种常见的出货方式之外，还有一种阴险毒辣的、不到万不得已不会采用的跳楼式出货。当庄家发现了突发性的利空，或者某种特殊原因迫使庄家迅速抛货撤离时，他会直接打压股价，散户们常常以为只是正常的回档而大胆吃进，庄家趁机急忙脱身。

不管庄家采用何种方式出货，只要达到了出货的目的，庄家就如愿以偿地赚到了巨量金钱。

2. 庄家常用战术

庄家在其炒作过程中，为了确保操作能够顺利进行，获得丰厚利润，常常会采用一些战术技巧，来对付广大的散户，或隐瞒，或引诱，或欺诈，或误导。

(1)夸大其辞。庄家为确保炒作成功，必须为他决定炒作的个股挖掘出相应的炒作题材，广为宣传，以吸引广大散户的注意力，引诱他们追随购买。

这其实和我们司空见惯的广告差不多。

广告有个特点，就是无限放大自己的优点。庄家挖掘炒作素材也是惯用"夸大其辞"这个战术。题材是否真会给上市公司带来美好光明的未来，这是次要问题，主要问题是题材经过放大后能否煽动起散户持股愿望。

炒作题材是五花八门的，但总括起来，不过以下几类：

①上市公司业绩骄人或前景看好；

②国家政策性扶持；

③引入外资或中外合作；

④拥有可望升值的房产、地产；

⑤被著名公司兼并；

⑥上市公司送股、配股。

等等。

庄家找出以上任何一条可炒之素材，经过放大加工，极力吹捧其对上市公司的重要作用，而不管上市公司本身是否依然不景气。

(2)空穴来风。庄家为了达到其目的，必须动用舆论力量，配合其炒作行为。有时，他是借题发挥，夸大其辞，而有时，他干脆就来个无中生有，空穴来风。

在庄家进货阶段，他需要压低股价，降低进货成本，并隐蔽其进货意图。这时候庄家一边保持静默，一边在必要的时候制造一点利空的消息，并适时地放出来，使已经很疲的散户们再增加一分失望的情绪。

庄家在进货阶段未必能吃到预定筹码，一般要以清盘来达到目的。在整个清盘过程中几乎没有利多的好消息，而且，庄家偶尔还制造一些利空的传闻，使散户对后市持怀疑态度；再配合股市中股价的跌落或振荡，使持股散户苦不堪言，抛掉手中的存货。

而在炒作股的抬升阶段，庄家更是把空穴来风的技术运用得得心应手。为了坚定散户们看好后市的信心，以利于他的抬升行为，庄家制造出很多的朦朦胧胧的利多消息，并以专家身份指出这是一个暴富的绝好机会，机不可失，时不再来！而且他会兑现一个小小的利好，然后，再放出另一个更诱人的利好，不断吊着投资者胃口。

(3)瞒天过海。大概是庄家们对三十六计研究比较多，对于三十六计之首计，他们不厌其烦地使用

庄家在进货、清盘、抬升和出货的多个阶段，都运用此计来唬弄老实的散户们。他的具体做法有两种，一种是单独行动，另一种是几个庄家联手。

一个庄家以不同的身份开立两个以上的银行帐户，运用互相冲销转帐方式，反复做价，想要做低就做低，只需付出少量的手续费和交易税。举个很简单的例子。

庄家以甲、乙、丙、丁四个身份，在四个不同的银行里设立四个帐户。他现在处于抬升阶段，要把某股价抬高。先以市价 10 元/股，吃进 10000 股，存入甲帐户，再以 15 元/股的价格，把甲帐户的 10000 股"卖"给乙帐户，再以 20 元/股的价格，把乙帐户的股票"卖"给丙帐户，最后以 25 元/股的价格把丙帐户的 10000 转到丁帐户。这样，股价已经给他抬到了 25 元/股的价格。如果需要的话，他可以随便转帐对倒。很显然，买者、卖者其实都是同一个人，三转两转，制造出虚假的需求，把价格抬高。反之，如果庄家处于进货阶段，想压低股价，他可以运用同样的手法转帐对倒，制造出虚假的供给，把股价压低。也有的庄家，在不同的证券公司中开户，以拉锯方式做价，甚至勾结经纪人，对做对敲，造成一种有利于自己的形势。

另外一种战术运用是：几个庄家串通起来，互相做价，制造虚假的供求和需求关系。这和商品市场上的"托"特别象。一个人要卖东西，找几个朋友做"托"。卖主大喊大叫要卖什么，一个朋友走上来说 10 块钱我要，另一个朋友说 15 块钱我要。这样，不但抬高了商品的身价，更吸引了真正的买主。股市中的庄家串通是这样的：因为某种需要必须抬高股价，庄家 A、B、C 三个合伙，A 以高价从 B 手中购入股票，C 以更高价从 A 手中再买进，这样的对倒，股价岂能不涨?！

(4)醉翁之意不在酒。欧阳修曾在一处山明水秀的地方做官。他在一个风景特别好的山上建了一座亭子，常和友人、属下去亭中饮酒。众人以为欧阳醉翁修亭子就是为了饮酒，他自己却说："醉翁之意不在酒，在乎山水之间也！"

好个"醉翁之意不在酒！"

庄家在炒股中也常玩弄"意不在酒，在乎山水"的把戏。

比如,有A、B两家上市公司,A公司主要生产汽车,资金雄厚,规模庞大,发行上市的股票量多额高;B公司则是为A公司的汽车生产配件,相对而言,资本少一些,规模也小一些,发行上市的股票量少额低。由于B公司的产品主要为A公司的汽车配套,因而A公司经营的业绩好坏,直接影响到B公司的经营业绩;A公司的股票上下起伏,也直接影响到B公司股票的表现。这两支股票一般称为姐妹股。现在庄家意欲抬高A公司股价,但所需资金量太大,就利用B公司股票量少额低的特点,大量买进,诱使众多散户跟进,抬高B公司股价,从而抬高A公司股价。如果时机成熟,庄家就抛出手中持有的A公司的股票,获取高额利差。反之如果庄家想压低A公司的股价,就抛售B公司的股票,以降低B公司股价。影响A公司的股价,当A公司的股价降到一定程度时,庄家就可进货。

(5)抛砖引玉。中国有句俗话:舍不得孩子套不着狼!

不以孩子做诱饵,狼就不会进入你的射击范围里来;不进入你的射击范围,当然不可能杀了狼。而且,仅仅是用孩子做饵,并不是真的要等狼吃了小孩再杀狼。不管谁如何蠢,也不至于分不出孩子和狼哪个更重要!

当然,枪法必然好,否则狼真的会吃掉孩子,再从容逃跑!

庄家炒股就有这股舍了孩子去套狼的狠劲!

用文雅一点的词来概括他的操作技巧就是:

抛砖引玉。

砖,当然也有价值;玉,更有价值。既然舍了砖能得到玉,何乐而不为呢?

庄家连续采用"高进低出"或"低出高进"的小数额买卖,赔少量资金,达到压低或抬高某种股价的目的,是为抛砖引玉。

庄家以少量资金连续地高价进货,抬高炒作股的价格,引诱散户纷纷高价跟进,股价再升,庄家则趁机抛出。庄家不断以少量的股票低价抛出,制造虚假的供给现象,而当股价果真降到一定水平,庄家则大量进货。这种不断的小额"高进低出"或"低出高进"的连环套,实质就是乘机大量"低进高出",从而舍小得大。

二、战胜庄家

认识庄家、分析庄家的目的是为了利用庄家,坐庄家的轿子。但是,既然敢于同广大投资者作对,庄家也必然有其超过常人之处,常常设好了圈套引诱中小投资者去钻,而本节的目的就是帮助投资者进一步识破庄家的诡计,同其斗智斗勇,从而达到与庄共舞。

1. 发现吸筹,及时跟进

作为中小投资者来说,正确识别出庄家吸筹阶段,可以说是战胜庄家、利用庄家的第一步。在这一阶段中悄悄买入,才能使自己化被动为主动,保持良好的心态,因为在这一阶段买入的股票,其成本肯定比庄家手中的股票低,庄家在日后的拉升中都要付出相当高的成本。

庄家总是竭力隐藏其吸筹行为,但是庄家作为一股新的力量介入市场,必然要对股价走势造成影响,敏锐的投资者总能在K线图和成交量上找出些蛛丝马迹。

(1)吸筹表现出来的K线形态。在吸筹阶段最值得注意的K线形态是低价区反复出现的十字星。这些十字星往往伴随着温和的成交量、低迷的市场气氛、隐约的利空传闻和中小投资者失望的心情,它们夹杂着小阴小阳不断出现,逐渐形成一个窄幅横盘格局,延续的时间达几周甚至更长。如果这时大多数投资者还犹豫不敢进货,就可以完全肯定这是庄家在吸筹。应该在这一区域逢低坚决吸纳,而不能被市场中的悲观气氛吓倒。

在吸筹期末段,由于浮动筹码已非常稀少,庄家便不得不将股价稍稍推高,以便收集到更多的筹码。这时的K线形态表现为逐渐盘上的小阳线,但并未达到引起人们注意的程度,这时候成交量温和放大,股价悄然上升,似乎一切还是那么平静。但敏锐的投资者却能感觉到大幅上涨就在眼前了。

(2)吸筹阶段成交量的表现。庄家由于资金庞大,其进出市场必然对成交量造成影响,而这正是投资者从成交量的变化中寻找庄家的踪迹提供了可靠线索。

庄家吸筹造成的成交量变化一般有两种情况。一种情况是,在原本成交极度萎缩的情况下,从某一天起,成交量突然放大到某个温和但不引人注目的程度,之后连续多日维持这个水平,每日成交极为接近,而不是像原先那样忽大忽小。这种变化不是偶然的,而是庄家有计划地吸筹所造成。见图1.14.1。

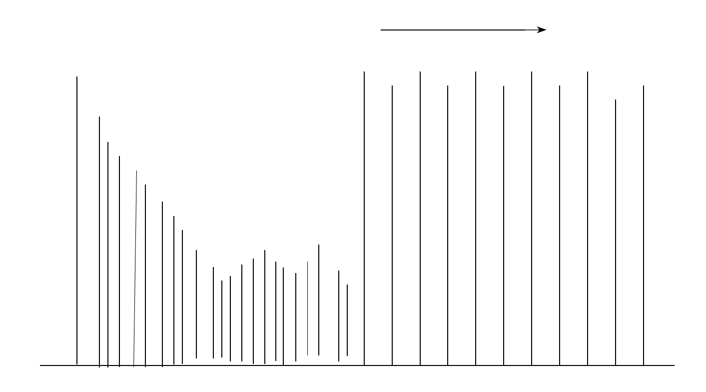


图 1.14.1　吸筹造成成交量变化之一

庄家吸筹造成的成交量变化的另一种情况是在庄家急于进货的心情下出现的。如果投资者发现某只股票成交量突然温和而有规律地递增，同时股价亦小幅走高，那就可以肯定庄家在迫不及待地进货，股价大幅上升的日子已经很近了。见图 1.14.2。

需要指出的是，同 K 线形态一样，庄家介入而造成的成交量变化都必须是在股价大幅下跌，成交量极度萎缩之后出现，只有这样才能依此推断庄家在收集筹码，否则的话则可能是一种盘整。

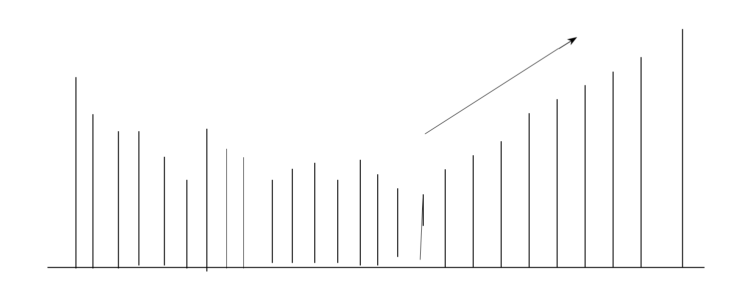


图 1.14.2　吸筹造成成交量变化之二

2. 面对洗盘，忍字当先

上一节已经介绍了庄家洗盘的目的和过程，形象地说，洗盘阶段就是庄家折磨散户持股者的阶段，也是最难忍受的阶段。许多人就是在这一阶段中落入庄家的陷阱。把手中本可以赚大钱的股票在刚刚启动时就抛掉了，但卖出之后股价却飞一样地涨起来了，似乎庄家就在等你那一股，你一抛它就涨。因此，当投资者身处洗盘时，必须有忍耐的精神，坚持就是胜利，这里的关键一点是识破庄家洗盘的伎俩。

第一，洗盘阶段的象征

庄家吸筹完毕，将股价小幅拉高之后，便要开始洗盘。庄家洗盘的手法是完全服从于其目的的，既然洗盘是为了清除信心不坚定的市场浮筹，那么庄家往往会制造出疲弱的盘面假象，甚至是凶狠的跳水式打压，使投资者认为庄家已出庄而去，于是在恐慌中抛出手中的股票。同时，庄家还要让另一批投资者

看好后市而进场买入，以达到抬高平均持股成本的目的，所以在关键的技术位上，庄家会不遗余力地护盘。

这个阶段的特征是小阴小阳线交替出现，市势大幅震荡，飘忽不定，成交量较无规则，但呈逐渐缩小的趋势；最突出的是股价一般维持在10日平均线之上，常常在就要破位的时候获得支撑，即使偶尔跌破10日均线，股价也未继续大幅下跌，而是进一步缩量横盘，于平静之中却包含着总体向好的技术形态。

第二，洗盘与派发的区别

分清洗盘和派发是战胜庄家的过程中十分实用的功夫。许多人正是把庄家的洗盘误当成出货而慌忙出逃，结果放走了一匹大黑马；而等庄家真正出货的时候，许多人又认为是洗盘而捂股不放，结果使煮熟的鸭子又飞了。洗盘与出货的区别如下：

(1)洗盘的特征。

①股价在庄家打压下快速走低，但在下方获得支撑，缓缓盘上。

②下跌时成交量没有放大，上升时成交量慢慢放大。

③股价始终维持在10日均线之上，即使跌破也并不引起大幅下跌，而是在均线下缩量盘稳，并迅速返回均线之上。

④盘面浮码越来越少，成交量呈递减趋势。

⑤最终向上突破并放出大成交量，表明洗盘完成，新的升势开始。

⑥整个洗盘过程中几乎没有利好传闻，偶尔还有坏消息，一般人对后市持怀疑态度。

(2)出货的特征。

①股价在庄家拉抬下快速走高，之后缓缓盘下。

②上升持续时间短，成交量并不很大，有许多对倒盘，但下跌时伴随着大成交量。

③股价盘跌，均线走平，终于跌穿10日均线，并以阴跌形式向下发展。

④盘面浮动筹码越来越多，成交量一直保持在较高水平。

⑤最终盘局向下突破，但成交量不一定迅速放大，呈阴跌走势，表明庄家基本出货完毕，由散户支撑股价，必然阴跌。

⑥整个出货过程中利好消息不断，大多数人相信目前只是盘整而已，相信股价还会再创新高。

3. 戒贪下轿，落袋为安

这是中小投资者战胜庄家的最关键一步，面对巨幅涨升，既要能够欣然接纳，又要做到不忘乎所以，时刻注意风险的临近，只有将纸上富贵化成真实金银才称得上是真正的胜利。

在完成洗盘之后，庄家便要进入拉高阶段了，在这个阶段，股价连续大幅跃升，同时利好消息不断，市场上一片人声鼎沸。但是，作为个投资者应该明白，庄家做庄的目的是为了赚取利润，拉高股价是为把自己手中的筹码卖个好价钱，是为了派发出货。因此，当股价越升越高，而多数投资者又寄希望于更高的股价水平时，机警的投资者却已经感觉到了危险的来临，这时就要求持股者戒贪下轿，落袋为安。

不过，尽管这个阶段的主要指导方针是戒除贪念，却并不妨碍战胜庄家的另一只奇兵，那就是在庄家完成洗盘后，拉高前及时进场，依然可以获得一段不薄的利润，但还是那句话，不要去赚最后一分钱！

第一，黑马股的特征

庄家对股价的控制能力取决于庄家控制筹码的程度。常常有一天涨20%以上的黑马股，但却很少有投资者持有这只股票，或者曾经持有但已在前几天的震荡中抛掉了。而事实上，这只股票之所以能够一天涨20%，正是因为庄家控制了绝大部分筹码。这样的股票抬拉起来不会产生大的获利回吐压力，而盘中巨大的成交量大部分是庄家对倒造出来的，庄家自然可以随心所欲地控制股价。

可见，筹码锁定程度高是黑马股的主要特征，而筹码锁定程度高的股票一般有以下表现：①成交量分布不规则，平时成交稀少，偶尔却放出巨量。②股价走势自成一派，几乎不随大盘波动，在大盘急跌时抛盘稀少，股价不跌，但可能突然被一笔大抛单打低很多，之后抛单依然很少。③买卖价位间隔较大，明显看到在重要价位上有大的买卖盘把守，而其他价位却几乎没有买卖盘。

当发现了具备上述表现的股票后，就要密切关注其走势，一旦庄家开始放量上攻，则立即跟进，坐享被人抬轿的滋味。

第二，派发阶段的特征

庄家不是慈善家，他的目的是谋取利润，因此，无论他把股价炒得再高，其最终都是为了顺利地派发出货。但是，庄家是狡猾的，他总是想尽一切手段遮掩他的出货行为，而许多中小投资者之所以被高位套牢，也正是在这个阶段被庄家迷惑了。那么，如何才能及时发现庄家的派发行为呢？

庄家的派发手法在第二节中已作了介绍，由于庄家手中的筹码十分多，所以在他派发的时候，总要

在盘面上留下可循之迹，具体来说，就是在 K 线形态、量价关系及技术指标这三方面表现出顶部的特征。例如，K 线形态中的黄昏之星、射击之星、乌云盖顶等；量价和技术指标中的顶背驰。在发现这些顶部信号之后，应结合当时的市场气氛和盘面情况综合判断。如果市场仍然沉浸在股价再创新高的期盼之中，看好气氛更加浓重的话，则顶部很可能就在眼前了。

第三，识破多头陷阱

目前，各证券部都配备了电脑分析系统，技术派人士在市场上越来越多，技术分析已经具有相当的号召力，庄家抓住这一点，时常制造多头陷阱来引诱他们，特别是那些略懂看图却并未真正领会技术分析精髓的投资者。

多头陷阱，是指股价经历一个整理形态之后向上突破，形成技术上的多头突破形态，但很快股价就重新回落到整理区域之中，并最终跌破整理区而宣告升势的彻底结束。见图 1.14.3。

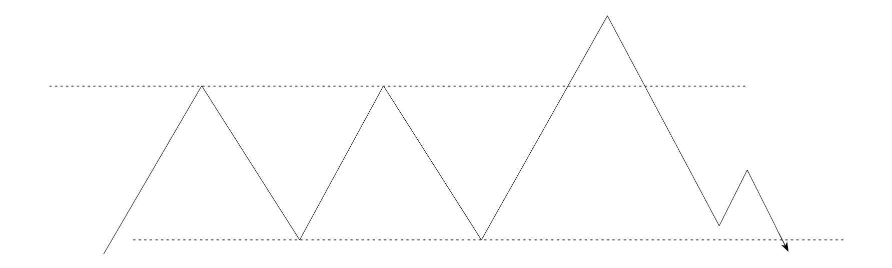


图 1.14.3　多头陷阱

多头陷阱多数是庄家有意设计的，目的在于吸引看线操作者追进，从而达到派发出货。也有因突发事件使市场买卖力量发生骤然改变而造成的市场自发多头陷阱。但无论怎样，在多头陷阱形成的前后过程中总会有一些征兆，敏锐的投资者是可以识破它的。

首先是突破前的整理形态。整理的意义在于清理短线盘，提高平均持股成本，所以成功的整理必须伴随着成交量的萎缩。而每一次下跌只能引发越来越少的抛盘，并在下方获得支撑，股价小幅反弹并不需要很大的成交量。均线系统由上升逐渐走平，但并无掉头下行的迹象。在这样的市场背景下股价伴随着成交量的温和放大逐步上行，最终股价突破阻力位，成交量亦迅速增加，这才是真正的突破。而假突破必然在某个环节上有破绽，例如整理过程中成交量并没有萎缩，也就是说，每次股价下跌都要有较大的成交量支撑股价才不致破位，而反弹时则盘子沉重。同时，在向上突破时，成交量不能流畅地放大，并且股价在突破后也停滞不前，这一切都说明上方存在巨大抛压，很可能庄家在出货。这时投资者该如何行动当然是不言自明了。

读完本章，投资者不难发现：庄家的成功是建立在中小投资者的错误之上，智者的快乐却是因为战胜了自身的弱点。

回顾一下庄家操盘的每一个步骤，无一不是利用了人性的弱点而成功。在吸筹阶段，庄家利用人们的恐惧，用惨烈的下跌和漫长的横盘击垮中小投资者的信心；在洗盘阶段，则是股价的反复震荡折磨持股者的耐心；在拉高阶段，是轻松发财的欲望使无数人跟风追高；而当庄家出货的时候，贪婪使人们总是以为股价还会涨得更高而舍不得抛出手中的股票。恐惧使我们在最该买入的时候却在抛售，贪婪则使我们在最该卖出的时候买入，这就是人性的弱点！

唯有战胜恐惧和贪婪，做到能够为常人所不能为，才能得到丰厚的收获，这是自然的法则。所以说，战胜庄家其实就是战胜自己。

第十五章　涨跌停板制下的操作

一、涨跌停板制度及其历史沿革

1996 年 12 月 13 日，沪深两家证券交易所发出了《关于对股票和基金交易实行价格涨跌幅度限制的通知》，规定对在两个交易所上市的股票（含 A、B 股），基金类证券的交易实行价格涨跌幅限制。那么，这个制度具体内容是什么呢？其历史来源又怎样呢？这即是本节所要回答的问题。

1. 涨跌停板制度概述

涨跌停板制度是对价格涨跌幅限制制度的通俗提法，在我国的沪深交易所中，其具体内容是：在一个交易日内，除上市首日证券外，股票、基金类证券的交易价格相对上一交易日收市价格的涨跌幅度不得达到 10%；其涨跌限价的计算公式为（1±10%）×上一交易日收市价，计算结果四舍五入至 0.01 元（B 股为 0.001 美元），超过涨跌限价的委托为无效委托。但是两个交易所对"上一交易日收市价"的规定有所不同：上海交易所的"上一交易日收市价"是指上一交易日最后一笔交易成交价格，而深交所对"上一交易日收市价"的解释为"该只证券当日有成交的最后一分钟内所有成交价格以成交量为权数的平均价"。股民朋友应该注意到这一区别，广大投资者根据有关刊物也很容易计算出涨跌停板上、下限幅度。

涨跌幅度限制（或称涨跌停板）的含义是什么呢？必须需要明确的是，涨跌幅度限制并不是意味着某只证券的涨幅或跌幅超过±10%时停牌不再交易，而是指交易允许价格范围为昨日收盘价的±10%，超出此价格范围的委托为无效委托。简而言之，就是不接受投资者超过此价格限制的报单。同时我们也应该注意，在交易价格达到涨跌幅度限制时，在此价格水平上仍可以成交。

在停板制度下，如果买盘汹涌而沽盘不济，价格直抵涨幅高限，则会出现后报买盘无法成交的情况；相反在抛盘相对于盘买过剩时，则会出现持仓者欲抛不能的现象。因此，"时间优先"原则在这种制度下会显得十分重要。

实行新的交易限价之后，可以看到"封死跌停"、"封死涨停"的新现象。前者是指沽空力量在跌停价格水平上堆积大量卖盘，使多方不能突破此价格水平（谓之"打开跌停"），便封住了其他持仓人出逃的可能，在缺乏沽空机制的情况下"封死跌停"较不易作到。"封死涨停"的含义与此正好相反，是指多方在前收市价格增加 10%的价格水平上挂出大量买盘，顶住抛压，使价格始终维持在此水平上。

最后值得指出的是，实行涨跌停板制度的市场，如遇突发性利好或利空，由于跑道的条件不同，无论在成本上还是风险上，中小投资者均高于机构大户。涨跌停板制度在这方面其实是一种保护大户，不利于中小投资者的制度。同时，涨跌停板制度虽然限制了市场在一个交易日内的波动范围，但容易使投资者就市场趋势达到一致意见，形成"涨时助涨，跌时助跌"的局面。由此看来，这一制度在某种程度上反而加剧了市场的波动与风险。

2. 海外股市的涨跌停板制度

涨跌幅度限制在国外证券市场上使用得极为普遍。它作为一个成熟、有效的措施已被不少证券交易所采纳实施，以达到降低证券市场风险，保持市场稳定和保护投资者利益的目的。证券市场作为一个高风险的投资市场，往往容易受到许多突发性消息的冲击，从而引起市场价格的剧烈波动，而涨跌幅度限制有利于市场充分消化各种信息，使投资者作出正确的判断。

国外成熟股市不仅对个股价格有涨跌幅度限制而且对股票价格指数的涨跌幅度也有限制。

第一，纽约交易所的情况

美国股市 1987 年出现了一日之内股价下跌超过 20%股灾，给美国经济带来了很大冲击，也使投资者对股票市场的信心受到很大打击。为了减少股票市场的剧烈波动，同时为了有利于市场及时消化大的消息和信息，使投资者作出正确的判断，增强投资者信心，在美国证管会的干预下，纽约交易所对业务规则作了修改。从 1988 年 10 月开始，在股价指数出现较大波动的情况下，对股票价格涨跌实行限制。

具体规则如下：

（1）道琼斯指数在一个交易日内比前交易日的收市指数涨跌达到或超过 50 点时，对股票成交进行限制，股价下跌达到或超过 50 点时，卖出委托价不得低于上一笔成交价；股价上涨达到或超过 50 点时，买入委托价不得高于上一笔成交价；同时，对 S&P500 指数成份股的指数套利报单也实施相应的限制。如果实施价格限制后当日股价指数的涨跌幅度减少到 25 点以内，上述限制即行取消，否则将一直执行到当日收市时为止。这项规则实施以来曾经多次发生按本规定限制交易的情况，其中 1990 年 23 次，1991 年 20 次，1992 年 16 次，1993 年 9 次，1994 年 30 次，1995 年 29 次，并且有些年份出现了同一交易日内发生两次以上限制交易的情况。

（2）当道琼斯指数在一个交易日内比前交易日下跌 250 点时，纽约交易所全部上市股票的交易暂停 30 分钟；若下跌幅度达到 400 点时，全部上市股票的交易暂停一小时。这项措施自 1988 年 10 月 19 日开始实施，至今尚未发生按规定停市的情况。

第二，东京交易所

东京交易所根据不同的股价水平限制股价波动幅度。一方面，规定相邻两笔交易之间的价格涨跌的最大变动幅度；另一方面，规定每日股价涨跌的最大变动范围。如果撮合成交价超出限价范围，买卖委托不能成交，等待下一笔委托进入，在限价范围内成交。如果一直不能在限价范围内成交，则停止交易直至闭市。具体价格限制见表 1.15.1。

表 1.15.1　具体价格限制

股票价格（日元）	两笔交易间的最大变动（日元）	每日最大变动范围（日元）
0—100	5	30
100—200	5	50
200—500	5	80
500—1000	10	100
1000—1500	20	200
1500—2000	30	300
2000—3000	40	400
5000—10000	100	1000
10000—30000	200	2000
30000—50000	300	3000
30000—100000	500	5000

第三，亚洲新兴股票市场的情况

亚洲新兴股票市场大多数采取限制个股价格每日涨跌幅度的措施。如果个股成交价格超过限幅，则停止交易，直至下一个交易日；如果成交价重新回到限制范围，则可以继续成交。各市场的具体限制幅度见表 1.15.2。

表 1.15.2　各市场的每日限价限度

市场名称	每日限价限度
香港联交所	没有涨跌幅度限制，但有委托限价
韩国交易所	6%
台湾交易所	10%
泰国交易所	30%
马来西亚吉隆坡交易所	上涨时 50%
菲律宾交易所	下跌时 40%

资料来源：由上海证交所提供。

3. 沪、深股市涨跌停板制度的历史回顾

中国沪、深两地证券交易所也曾实行过涨跌幅限制制度，即涨跌停板制度。

1990 年底，上海证券交易所成立不久，上市券种少，对股价基本上实施±1%的限幅制度；之后，放宽限幅到±5%；从 1992 年年初开始，逐步放开限价；至 5 月，限价全部放开，股价随之狂涨，综合指数由年初开盘的 293 点升高至 5 月 25 日的 1420 点，半年时间不到，升幅达 384.6%。

深圳证券交易所从 1991 年开始逐步放开价格限制，至 8 月底，限价全部放开，综合指数由 3 月 24 日的 117 点狂涨至 5 月 26 日的 312 点，两个月之内升幅达 166.67%。

以下为历史上沪、深交易所取消股票价格涨跌限幅制度的步骤。

(1)沪市。

1990 年 7 月 27 日	限价幅度±3%
12 月 19 日	上交所开业，限幅±5%
12 月 27 日	限幅±1%
1991 年 1 月 7 日	限幅±0.05%
4 月 6 日	限幅±1%
9 月 30 日	成交量调控，单只股票当日累计成交量不得超过其可通股本的 0.3%，限制价格上涨，即以前日收盘价为当日收盘价
1992 年 2 月	放开延中、小飞乐限价，并取消交易量调控
4 月	放开 5 只股票限幅为±5%
5 月 5 日	放开所有股票限幅由±1%至±5%
5 月 21 日	全部放开限价

(2)深市。

1990 年 5 月 28 日	限幅±10%
6 月 18 日	限幅±5%
6 月 26 日	限幅：从±1%至－5%
11 月 21 日	限幅：从±5%至－5%
12 月 14 日	限幅：从±5%至－2%
1991 年 1 月 2 日	限幅±0.5%
6 月 8 日	放开万科限价
6 月 17 日	放开金田限价
6 月 25 日	宝安上市，无限价
8 月 17 日	放开发展，至此放开全部限价

二、涨跌停板制度下的市场特点

上海、深圳两家交易所对股票、基金交易实行价格涨跌幅限制制度，其目的在于控制过度投机，缩小股价波动幅度和减缓股价波动速度，倡导理性投资。但这毕竟是一种新交易制度，将会在某种程度上改变投资者的原有思维，使市场呈现出新的特点。

1. 涨跌停板制度下的交易特点

第一，股票市场中的涨跌停板制度不同于期货市场

期市是以保证金方式交易，有沽空机制，交易时间 T＋0，而股票交易无沽空机制，严禁买空卖空，交易时间股票 T＋1，资金 T＋0。因此，涨跌停板制度在股市中对于单向趋势的强化程度远远不及期市，对市场牛熊市的影响也有所差异。一种股票当日的最大成交量为该股票的可流通股本，T＋1 条件下股票仅能抛空一次便被当日锁定，而当日抛掉股票后的资金却可以当日使用，因而在下跌行情中当日成交量占流通筹码的比重越大，可用于继续打压的筹码就越少，反转的可能也就增大，多头资金的卷土重来会使行情转为向上趋势，同时股票交易无需追加保证金，被套便死守的思维减轻了沽空的压力；而在上升行情中，特别是机构大户介入的股票，由于筹码相对锁定，所以只要主力不撤庄，沽空力量就相对有

限，而担心踏空的心态则会促使中小投资去追涨，从而强化了上升趋势，造成出现连续的涨停。但涨跌停板制度也可能强化下跌趋势，因为当股票出现跌停时，会造成市场的恐慌性抛盘，而承接盘却因担心下一交易日继续下跌而很少，从而使投资者更加恐慌，以致出现连续跌停。不过总体上涨跌停板制度更倾向于强化向上趋势，而期市中的涨跌停板制度则是同时强化了涨跌趋势。

第二，涨跌停板制度容易被机构大户利用

机构大户拥有雄厚的资金和大量的筹码以及畅通的交易跑道和灵通的信息，他们可以借助涨跌停板制度来进行暗中的吸纳和派发。在准备吸纳时可先以跌停价位挂巨量卖单制造恐慌气氛，诱骗中小投资者跟风抛售，然后撤掉卖单挂进买单，利用时间优先的原则暗中吃进卖单，反复操作以完成低位吸纳；在准备派发出货的时候则采取同样方法进行反向操作。因此，中小投资者追涨杀跌很容易落入主力的圈套。

第三，板块的联动效应可能得到加强

当某只股票被封在涨停板时很容易引起交易者的注意，因为投资者较难买到该只股票，便退而求其次，转而把资金投向同题材板块的其他股票，从而带动整个板块的炒作；但某只股票出现跌停板而产生的板块联动效应较弱，不容易引发整个板块的抛售。

第四，中小盘股票将更受青睐

由于盘子小，机构大户用较少的资金便可以达到控盘的目的，从而借拉高小盘股来卖出同板块的其他股票，达到出货的目的；或者借打低小盘股来买进同板块的其他股票，从而实现吸纳筹码的意图。

第五，价量关系的新特点

停板价位的出现可能使成交量减少，但这并不说明顺势操作者的减少，而是因为停板的出现而无法实现，其单向趋势被强化，那种“价升量增、价跌量减”的观点需要辩证的分析。例如在庄家拉高时，连续出现涨停板而并不放量，而当高位涨停放量时却已是庄家在出货了；而价跌量减在跌停板的情况下则可能并不是表示投资者惜售，而是无人接盘所造成的。

第六，尾市的交易将更加活跃

因为股票的收市价将直接影响下一个交易日的股价活动范围，所以主力对尾市必定刻意控制以达到自己的操作战略意图，可想而知，收市前的交易会空前活跃，敏锐的投资者可以从中探察出主力的下一步动作。

2. 涨跌停板制度下的价位填报特点

股票交易的规则是“价格优先，时间优先”，但在涨跌停板制度下，如果股价被封在涨跌停板上，超过限价的申报为无效申报，此时不再适用“价格优先”原则，而适用“时间优先”原则，如果都以涨（跌）停板价位申报，则先申报先成交，后申报后成交。从这一点看，中小投资者处于不利的地位，因为他们通常无法与机构大户争跑道，在涨停或跌停的情况下，很可能买不进或抛不出。

同时，中小投资者还应警惕机构大户利用涨跌停板制度诱多或诱空，制造多头陷阱或空头陷阱。如此机构大户在诱空时故意在跌停价位上挂巨量抛盘，诱使中小投资者跟风杀跌以同样价位委托卖出，然后撤出买盘，以巨量买盘通吃卖盘，从而使中小投资者踏空，逼其追涨；同样，在诱多时故意在涨停板价位上挂出巨量买盘，诱使中小投资者跟风追涨，然后撤出买盘挂巨盘卖盘，把股票抛出，其中小投资者套牢。在涨跌停板制度下，机构大户可能仅以较少的资金或筹码就能达到造市的目的，因此广大中小投资者要学会独立思考，正确判断市场。

总之，在新的交易制度下，投资者应该有自己的心理参考价，并根据市场发展进行合理调整，不能跌了一味看跌，涨了一味看涨，而是动脑筋分析、判断市势，选准买进或卖出时机。

三、涨跌停板制度下的操作技巧

1. 涨跌停板制度下的选股与换股

在出现涨跌停板限制后，股民们的投资模式以及具体操作举措有了较大的改变。以往碰到气势较猛的跌情时大家都可以去割肉清仓，而出现停板后情况发生了变化，脱手变得不那么容易了，跌势碰到了跌停后只有大量的卖盘而没有足够的买盘承托，同样牛市中碰到涨停的局面时大量出现买盘而卖方却较少，也是无可奈何的局面。

所以对于这些涨跌停板限制后出现的特殊情况，须参与股市的股民们在投资策略上作一些必要的改变，尤其是在选股和换股方面应加以足够重视，逐步改变投资策略，用新思维去考虑问题。需要改变长远投资的观念，选择暂时业绩不很优秀，但有很好的发展前途的上市公司作为中长线投资的目标，另外对过去所看好的股票重新作一审定，进行必要的换段。

在跌市里下跌行情时，人们往往注重个股的上市公司业绩状况来选择是否脱手抛出。而机构主力

大户在做多或做空时,往往也会考虑到一定的风险性而把注意力大部分集中在几只绩优的龙头股上面。如果这些股票确实是前景光明,那么暂时性的短期冲击不会根本上对其产生影响,所以投资人可以对其保持信心。

如果说市盈率较低的绩优股是很有前途的话,那么上市公司所处的行业状况以及公司在整个行业中的地位等多方因素也是很值得考虑的。当然选择那些潜力极大,受国家重点扶持,处于快速上升阶段的产业的股票是很有利的。上市公司的整个行业所处的地位是很重要的,绝大多数公司都面临着同行业其他公司的激烈竞争。其竞争实力如何,决定了其行业地位,可能有的公司原先在行业中处于领先位置,而后开始衰落,也可能某公司正处于起步阶段,盈利率很低,然而其业绩却一直扶摇直上,前景十分乐观,理应受到广大投资者的青睐。例如沪市中的长虹、轻骑,深市的有康佳,深科技等一些股票都是行业发展前景很好显然是行业龙头地位的好股票。

另外,在选择绩优股时,公司的成长潜力也是应考虑的重要一面,成长性较强的公司,即使当时盈利较低,可能会被低档套牢,但如果抱有足够信心的话可以在不久的将来等到公司业绩大为好转的那一天。判断上市公司成长潜力的大小可以从公司未来前景以及其在建工程上分析出来,一般来讲这样的初期阶段公司的盘子一般较小,然而其前途无可限量,正确的选择往往会带来巨大的未来收益。

所以这样一来对于管理层不断出现的一些抑制投机的许多管理政策措施,广大普通股民无须太多在意。无论是涨停还是跌停,只要是投资股票的大方向把握准确、坚定信念,未来一定会有所收获,当时的损益只是暂时性的

而就另一方面来说那些比较有实力的大户们,在这种涨跌停板的制度下也是同样有所作为的。如果象以前那样入股的话,很可能被不时的涨跌停板所阻止,很难有效地操纵整个大盘的走向,此时只有先稳定军心,凭借雄厚的资金实力来吸纳更多的流通筹码从而逐渐影响整个大盘的运动方向,然后才可能达到拉高出货或者低价满仓的目的。尤其是对于一些盘子较小的个股来说,大户庄家们更为钟情,他们完全可以利用少量的资金达到使该股持续跌停或者大幅振荡的方式引起股民们的注意,然后又力捧其爬高以至于连续出现几个涨停板的情况,使股民们对其一直看好,认为很有发展潜力。股民们选择这些涨停板进货时,却往往是大户拉高出货的收获季节,所以广大散户股民一定要提防此类利用涨跌停板而做下的陷阱,对低档段的跌停和高档段的涨停进行仔细的分析,买进和卖出需尽快做出决定,以防各机构大户们采取进一步行动而可能产生的损失。

而换股的时机和选择,同样也需要仔细的研究和透彻的思考。许多股民往往犯这样的错误:购入股票之后发现业绩不佳,便忍痛割肉平仓去追所谓的"绩优股",最后没想到刚抛出的垃圾股飞上了涨停板,而手持的"绩优股"却涨势消失甚至有所下跌。这样的错误往往在于过分自信反而不相信科学的分析判断,赔起来实在可惜,所以正确的做法应当是"耐心、信心、恒心"三心合一,待到反弹至高档段时出货,再选择合适的时机购入绩优股。

2. 价格的选择

上海证交所的交易规则是"价格优先,时间优先"。然而在出现了涨跌幅限制制度下,规则适用范围将有所变化。如果有报价超过涨停板时,这样的申报为无效申报,所以此时的"价格优先"便不再适用,而适用后面的"时间优先"的原则,如果两地股民同时以涨(跌)停板价格进行申报,按时间顺序先申报先成交,后申报后成交。而就该规则来看,似乎是让大户们赚了便宜而广大散户股民们吃了亏,他们一般无法同大户们比速度,一旦进入涨(跌)停板时,往往无法买进或卖出,他们的卖出委托一般只能排在大户巨大的买(卖)盘后面而无法真正成交。所以对于一般的投资者来说,不太可能占据先机,经常处于被动地位,不应当盲目地追涨杀跌。

还有一点值得注意的是,一般股民们应当注意提防机构大户们利用涨跌幅停板而设下的多空陷阱。譬如说某机构大户在做多时故意在涨停板处积累大量的卖盘,待散户看好跟进后再突然撤单把包袱扔给广大散户们,从中获利,或者在连续做空的状况下在跌停价位上挂出大量的卖盘,诱导中小散户们在此低档价位上卖时,再趁机撤消卖盘而将所有抛盘买进,达到低价满仓之目的。如此凶狠的庄家陷阱广大股民们不可不防。

所以在这种新情况下,作为入市的股民应具有独立思考的能力、不轻易随风摇动,在选择合理价位买进时应尽量做到心中有数,不论在跌涨停板时股票是涨是跌都应有必要的准备和正确的举措,不能盲目乐观或一味悲观,应该做到正确分析判断大势走向,选择好合理的买入或卖出时机。

3. 新制度下的买卖策略

在深沪两市都开始实行涨跌幅限制制度后，对于广大股民来讲，买卖策略与时机的把握都有一些转变。

第一，买卖点的选择

(1)在没有实施涨跌停板制度以前，当股价大量跌下至很低的档位时，成交量已小到了尽头，这往往是股市即将出现转型，反弹的征兆。因为对于抛盘一方来讲能抛的都已抛出，这时往往是股价的最低点，可以趁机买入进货。然而实行新涨跌停板制度后，其成交量极度萎缩后，却往往是涨局的初期或中期阶段。因为有了跌停板的制约，虽然抛盘人数众多，可是由于价格跌不下来，愿意买进的人较为少数，所以成交量也较小。这样如果第二天股价又跌至跌停板的限制线，才可能会陆续有些买方愿意承接。像近期深沪两市的跌情十分严重，而有时成交量两市之和不到20亿，卖盘的众多和买盘的稀少形成了鲜明的对比，似乎想做多的股民希望多拖延几日的时间等股价再跌至跌停板的程度从而真正降至一个较低的档位再实施大量进货。因此，如果不断有涨跌停板出现时不要忽视了实际交易额，只有两者结合起来分析才是比较科学可靠的，待成交量大涨后再实行购进或卖出。

(2)新的涨跌停板制度下，股市行情变化出现了一些新的特点。比如习惯上股民们看见股价与该股成交量一齐猛涨时一定是认为该股很有前途大有可为而放心买进，而两者只有股价上涨而成交量不够时，则以为多头实力不够强大上涨趋势并非真实长久而抱观望态度。而在实行涨跌幅度限制以后，如果某个股在上涨势头中不断被停涨而交易量却不大时，意味着持股者依然看涨，期待更大的股价上扬，这样的话卖方较少，虽然有许多看好的买家，但是涨停板的作用不让满仓者不甘心就低出手而继续持有。第二天又有了一定的涨幅额度，又开始了部分的卖盘出现，买方也毫不迟疑地吃进。这样反复下去，如果成交量开始放得较大时，说明大部分的持股者认为已涨到较高档位可以出手平仓了，多方的力量便开始瓦解。经过这样的分析，我们可以了解的是，当受涨跌停板影响成交量不振时，可以认为是上涨或下跌的中间阶段；一旦成交量开始大增后，就该做决定进行最终的买进或卖出的决策了。

(3)在实施了涨跌停板制度之后，对于大部分投资者来讲是被困住了手脚。当利空信息四处散播时，卖者往往想抛抛不掉。由于前面总有大户的巨额卖单阻挡，加上买者寥寥无几，一般股民是难以做到随心所欲的买进卖出的。如果以后出现了大涨的牛市，也往往会被机构大户们抢先一步进货，普通股民只能干着急没什么办法。所以对于这种新交易制度来说，如果有利多或利空的突发信息，吃亏的只会是广大普通投资者。如果从中长期投资的角度来看，卖空买空的投资办法是不可取的，因为经过一轮的暴跌后，再过分下跌的可能性会比反弹回涨的可能性小得多。

(4)把握新股机会以及涨跌的转折点。在现今这种升跌10%停牌的限制下，像曾经有过的东北电和吉林化工那样一夜暴富的事情是不太可能再出现了。所以当新股上市的时候，由于不存在前一天股市价为基础，涨跌停便实际上也不存在。例如最近深市上的几只股票，高低跌幅远远超过了20%，因此如何把握发行日机会是赚还是赔的一个重要契机。应尽早进行足够的分析和预测，设立合情合理的买单，才可能抓住机会。而对于已存在涨跌停板的限制的个股来说，掌握住牛市的顶端或者是多空市场的转变日，应该可能抓住上涨时的涨停板到转而下跌的跌停板这一段价差较大的时机，可获较大利益。

第二，实际操作策略与行情特点

(1)从总体来说，涨跌停板制对于大户们十分有利，而对广大普通散户股民来讲则不是个帮助反而是个很大的约束，如果股市行情出现信息面上的利好或利空，由于大户的报单速度大于普通股民，所以往往有利时被大户率先大量吃进而股民们只能吃剩下的，而出现利空看跌时大户们也可以先机出逃把灾难留给普通股民，这样看来似乎这种制度在抑制股市的大波动的作用时欠缺公平，把限制产生的副作用留给了小户。

(2)由于实施了涨跌停板制度，对于大户庄家来讲，原先那种在低价买进筹码再猛炒做高而脱离实际价格水平，然后再趁机了结获利的方法将不太容易实现，取而代之的是缓慢爬初的做法。在这方面新制度在减少股情波动的激烈程度方面是相对有效的。

(3)虽然涨跌停板制度对市场在一个交易日中的波动幅度进行一定限制，但是另一方面是容易使股资人对未来大盘的走势看法比较一致。虽然涨跌幅度受停板限制，可是人们对股情的走势却更抱有信心，似乎在另一方面反而造成了众人合力使波动幅度趋向更大的局面。

(4)由于在实现涨跌停板制度后前一天的收盘价对第二天的涨跌停板起决定性作用，因此对于散

户股民们来讲,观察收盘时刻庄家大户对个股的看法和举动是了解其操作意图的好办法。所以对收盘价的分析尤为重要,特别是在庄家变换手法,市场真情难测的情况下。

(5)由于涨停板制度的制约,原先的技术图表分析加入了新的影响因素,其对实际操作的作用开始受到一定程度下的怀疑,因此对个股,上市公司的基本面分析变得更为重要。

(6)在出现涨跌停板后,庄家为避免过早触及停板线而暴露其实际操作意图,他们开始阶段的炒作是慎之又慎的,无论是想吃进筹码或者吐出的话都会比较地稳健。所以广大散户在这种情况下应加强基本分析,采取比较稳妥的长线策略。选择成长性好的潜在绩优股,才可作万全之策。

(7)被停板锁住的筹码占全部流通股本的比例及其变化状况往往反映了市场继续上扬或下跌的力度。一方面在交易日内涨跌停板的打开或封住的次数往往反映了多空之间的力量对比,另一方面对跌停板的量与封住停板的单量之比,一定程度也反映了封停板的力度。

(8)对于实力雄厚的大户来说,常常可以利用制度的弱点制造多空陷阱。首先他们可以利用小盘绩优股易于操纵的特点来进行炒作控制,连续拉上涨停板来带动整个大盘板块走向;其次在新股发行时因为不受涨跌停板限制,大户可以任意炒作,价格波动幅度可以变化较大,这一天内蓄意的抬高或打压极有可能造成未来一段时期连续的涨跌停板出现,股民们切忌盲目跟进。其三是大户们可以充分利用其操作速率较快,可以占尽先机的优点来在涨停板时假意挂出大额买单,待中小散户们跟进后再撤消原先的买单,并暗中将手中筹码出手,这样几次反复带动大盘便可达到了结获利之目的,其四是停板位置的高低有更大的诱惑性,庄家可以在跌停板位上挂出巨额卖单,同时另一方面进行敲盘而打开跌停板,显示出有庄家大户参与反向炒作的迹象,引诱股民们跟进后便可乘高出货抛掉手中筹码。股民则纷纷被套牢而难以脱身。

(9)对于普通股民来讲,掌握下面的时机从而合理采取策略是十分重要的。

①成交量大小,在涨跌停板位置时的成交量很反映了一些问题。比如在跌停板处成交量突然大量增加,说明转机即将来临,估计有较多的后备资金即将入市,后市会发生转向。

②换手率在涨跌停板制度下,如果连续几日股价于涨跌停板位置,但累积的换手率却较高的时候,表明市场可能继续下跌的势头不大,行情很可能反转。

③消息面上分析。对于突然出现的利空或利好信息从而造成的高档或低档段,比起没实现涨跌停板制度前有更大的刚性,不易大幅变动。中小散户们可以利用这一特点及时调整仓位,做到心中有数。

第二篇　债券投资

第　二　篇

第一章　债券概述

一、债券的概念、性质和特征

1．债券的概念

债券是一种有价证券，是社会各类经济主体为筹措资金而向债券投资者出具的、承诺按一定利率定期支付利息，并到期偿还本金的债权债务凭证。

作为一种债权债务凭证，债券包含以下几个基本要素。

第一，债券的票面价值

债券的票面价值包括两个基本内容：

（1）票面价值的币种，即以何种货币作为债券价值的计量标准。币种的选择主要依其发行的对象和需要来确定。若是对内发行，债券的币种自然就是本国货币，若是在国际上筹资，则一般以债券发行地国家的货币或国际通用货币如美元、英镑等币种为其计量标准。债券发行者一般都是根据货币市场的实际情况和当时本身的需要来选择最合适的币种。

（2）债券的票面金额。票面金额的大小不一。票面金额大小的不同，对于债券的发行成本、发行数额和持有者的分布，具有不同的影响。票面额较小，小额投资者也可购买，持有者分布面广，但票券印刷及发行工作量大，有可能增加发行费用；票面金额过大，小额投资者无力认购，购买者仅为少数大投资者，一旦这些投资者积极性不高不予认购，往往导致发行失败。

第二，债券的价格

理论上看，债券的票面价值就应是它的价格，但事实上并非如此。由于发行者的种种考虑以及债券市场供求关系的不断变化，在发行债券时，有可能以低于票面价值的价格出售，此时为折价发行；有时则可能以高于票面价值的价格出售，是为溢价发行；自然，也有以与票面价值相同的价格出售的，此时便为平价发行。此外，当债券经由发行市场进入流通市场之后，债券的市场价格则更常常脱离它的票面价值。因此，债券的票面价值是在发行时即已固定不变，而其价格则随行市的变动而不断变化。债券的票面价值对于发行者来说具有较为重要的意义。发行者即是以它来计算所支付的利息和偿还本金的，它直接决定发行者筹资成本的高低。

第三，债券的偿还期限

即从债券发行日起至偿清本息之日止的长短时间。债券的偿还期限各有不同，一般分为三类：一是偿还期限在1年以内的，为短期；二是偿还期限在1年以上、10年以内的，为中期；三是期限在10年以上的，为长期。

根据不同情况选择确定债券期限，对于发行者来说，同样具有很重要的意义。发行人在确定债券期限时，首先要考虑自己使用资金的周转期的长短，从而保证在规定的时间里有相应的资金可作为偿还的来源，既维护发行者的信誉，也便于发行者从容地调配使用所筹资金，发挥最佳效益。其次，要考虑未来市场利率的发展趋势。一般情况下，当市场利率是下降趋势便多采用短期形式，而当市场利率呈上升趋势则应多发行长期债券，这样，既可避免利率风险，又可减少因市场利率上升引起的筹资成本的增多。再次，要考虑流通市场的发达程度，流通市场发达，债券变现力强，购买长期债券的投资者多，发行长期债券既有销路，也可使自己将资金用于一些大型重要的项目，充分发挥资金的使用效益。反之，在不发达的流通市场中，转让、变现能力差，既给投资者在急需资金时收回资金带来不便，也有可能因通货膨胀等原因而造成损失。这时若发行长期债券就难以销售。此外，投资人的投资意向、心理状态以及市场上其他债券的期限构成，也是发行者在确定债券期限时所要考虑的重要因素。

第四，债券的利率

即债券的利息与债券票面的价值的比率。例如，某种债券利率为10%，即表示每认购100元债券，每年便可得到10元的利息。债券的利率主要受银行利率、发行者的资信、偿还期限、利息计算方式和资本市场资金的供求情况等的影响。银行存款利率上升时，债券利率也将随着上升；如果债券利率跟不上银行存款利率的增长速度，人们就会把钱存在银行里，而不会去购买债券。债券发行者的资信好，债券

等级高，投资者众多，债券的利率可定得低些。反之，信用级别低的债券，则要相应提高票面利率，以作为投资风险较大的补偿，增强吸引力。期限较长的债券，流动性差，变现能力弱，利率一般应高些；短期债券，变现力强，风险小，利率可相应低些。另外，债券利息的不同计算方式也影响利率水平的高低，一般地，按单利计息的债券，其票面利率应高于按复利计算的票面利率。在确定债券票面利率时，还要考虑资本市场的资金供求状况。市场上资金充裕时，投资者众多，债券的利率可以低些；反之，资金不足，筹资困难，为增加吸引力，就应确定较高的利率。

2. 债券的性质和特征

债券是债务人为筹集资金、向债权人承诺按期支付利息和偿还本金的有价证券。它在本质上是一种债权债务证书。与其它有价证券一样，它只是一种虚拟资本，而非真实资本，是一种生产中实际运用的真实资本的证书。从投资者的角度看，债券具有如下四个方面的特征：

第一，偿还性

即必须规定债券的偿还期限，债务人必须如期地向债权人支付利息、偿还本金。不过也有例外的情况，如无期公债或永久性公债。这种公债不规定到期时间，债权人也不能要求清偿，但可按期取得利息。无期公债在一定意义上已不是信用形式，具有较大的负作用，不在万不得已的情况下是不会发行这类债券的。历史上，只有英、法等少数国家在战争时期为筹措战费采用过。

第二，流动性

亦即变现力，是指它迅速变为货币而在以货币计算的价值上不蒙受损失的能力。如果一种债券在转换为货币时需要花费较长时间，由于其市场价值下降或由于转换时所感到的不便以及经纪人费用、交易商折扣等要付出一定代价而蒙受了损失，则这种债券就有一定程度上的非流动性。债券的实际流动性部分地取决于市场对它所提供的便利，而有些债券虽然不能出售，但仍然具有较强的流动性。如美国联邦政府的储蓄债券的所有权是不能转让的，但这种债券不费什么麻烦就能得到偿付。一般地说，具有如下两个特点的债券更可能获得高度的流动性：

（1）它的发行者即债务人具有及时和全部履行其各项义务的资信；

（2）它是短期债务，由于期限很短，市场利率的上涨只能轻微地减少其价值。

另一方面，由于流动性要求短的期限，这就使持有者的意愿与发行者的意愿相冲突。因为期限短可能使发行者很快地就必须在不方便的情况下偿还债务，或是不得不在不利的市场上按高利率再筹借资金。

第三，安全性

指免于债券的市场价值下跌的风险程度。具有高度流动性的债券同时也是高度安全的，因为它们不但可以迅速地转换为货币，而且还可以按一个稳定的价格转换。但有些缺乏流动性的债券也可能较为安全，因为它们经过较长的一段时间后就可以收取现金或不受损失地出售。

使债券本金价值遭受损失的风险包括两类：

（1）不履行债务的风险。即不能充分按时履行约定的利息支付或偿付本金的风险。发行者不同，其不履约的风险也各异。一般的情况是国家债券和地方政府债券的安全性高于金融债券和公司、企业债券。不过，同一个债务人在不同情况下发行的债券由于它们对资产或收入或这两者的要求权的先后顺序，而使包含的不履约风险也可能大不相同。

（2）市场的风险。即债券的市场价格因市场利率上升而跌落的风险。债券的市场价格与市场利率呈反方向变动。当利率下跌时，债券的市场价格便上涨；而当利率上升时，债券的市场价格则下跌。债券距离到期日越远，其价格受利率变动的影响越大；反之，所受的影响则越小。

第四，收益性

债券的收益性表现在两个方面：

（1）债券可以获得固定的、高于储蓄存款利率的利息收入；

（2）债券可以通过在证券流通市场上的买卖交易，获得比始终持有、期满偿还更高的收益。正如前面所述，债券的市场价格随市场利率的升降而上下波动，两者呈反向变化。投资者只要根据债券市场的行情，于价格较高时卖出，较低时买进，便可获得比将债券一直持有到期更高的收益。

债券的偿还性、流动性、安全性、收益性之间呈一定的相逆关系。也即作为某一具体的债券，在一般情况下是很难同时具备上述四个特征的。比如某种债券的安全性高、变现力强，人们便会争相购买，于是该种债券价格上涨、收益率降低；反之，当某种债券的风险性大、流动性较差，则购买者相对较少、债券价格也较低，其收益率也就较高。因此，对投资者来说，可以根据自己的投资目的、财务状况及其对市场的分析预测，在这四者中间选择所需的重点，形成

最佳的组合。

二、债券与相关概念的比较

1. 债券与股票的联系与区别

第一，债券与股票的联系

债券与股票同属于有价证券，是一种虚拟资本，本身并无真实的价值。不过，由于它们都是生产中实际运用的真实资本的证书，持有证券便可有权获取一定量的收入，并能进行权利的发生、行使和转让等活动。因此，作为有价证券，债券和股票都具有安全性、流动性和收益性的特征，成为筹资的手段和投资的工具。

第二，债券与股票的区别

债券与股票的区别主要表现在如下几个方面：

(1)作为筹资手段，无论是国家、地方政府、团体机构，还是工商企业、公司组织，一般都可发行债券，而股票，则只有实行股份制的公司、企业才可以发行。并且，发行债券是为了追加资本，其所筹措的资金列入公司(企业)负债，而股票的发行是股份公司为筹集自己资本的需要，其所筹措的资金列入公司资本。

(2)债券是债权的证书，购买债券等于向发行者贷出一笔款项，无论企业经营状况的好坏，债券的持有者都可以定期地得到固定数额的利息，在期满时收回本金。倘若债务人破产不能偿还本金而变卖财产时，债券持有者拥有比公司股东优先索取财产的权利。但是，债券的持有者无权参与公司的经营管理。股票，作为公司所有权的象征，是一种出资形式，购买股票便成为公司的股东，拥有按其所有股份分享公司收益和参与公司经营管理的权利。股息与红利的获得，依公司经营状况的好坏而多少不定，倘若公司破产，很可能连股本都收不回来。因此，债券与股票的购买者之间其所担当的责任与风险以及所能获取的收益都呈明显的差别。

(3)债券利息的分配是累积性的。债券如在到期前卖出，其投资人除可收回本金外，还可以获得持有期间的利息。如某人购买了一张3年期的债券，持有2年后将其卖出，这时他除可收回本金外，还可得到2年的利息。而股票的股息是按股权分配的，股票一经抛出过户，原投资者便不再享有领取股息的权利。

(4)股票是没有期限的永久性证券，投资者一经入股，便不能从公司抽回股本，而只能通过市场转让的方式收回资金。而债券是发行者的债务，除了永久性公债(无期公债)之外，各种债券都明确规定偿还的期限，期满时必须偿还本金。

(5)债券的利息是公司的固定支出，计入成本，股票的股息及红利则是公司利润的一部分，公司有盈利时才能支付。因此，即使有盈利，股息及红利的支付也必须在债券利息支付之后进行。

(6)债券和股票都具有很强的兑换性，由于债券规定有固定期限，其兑换性强于股票。

(7)由于债券的利息固定，偿还期限固定，债券的市场价格也较为稳定，而股票无固定的期限和利息，受到公司经营状况、国际形势、国内政局、公众心理、市场供求等多种不断变化的因素的影响，其市场价格涨落频繁，变动幅度较大，具有较大的投机性。

2. 债券与银行存款、储蓄的联系与区别

第一，债券与银行存款、储蓄的联系

(1)两者都可以收取预定的利息。

(2)都规定有固定的期限，期满后都能收回本金。

(3)在纳税问题上，债券利息与存款利息的征税，大体上同等对待。

第二，债券与银行存款、储蓄的区别

(1)期满前变现的方式不同。银行定期存款、储蓄若在到期前解约取出，银行将付给存入的本金加上存入期间的利息，因此，本金是一定全部返还的。但是在期满前出售债券，其本金却不一定全部返还。这是因为，债券的售价由当时的行市决定，行市看涨，收回的现款多于本金，行市跌落，就会亏本。

(2)担当的风险与获取的收益水平不同，债券比银行存款、储蓄具有更大的风险和收益。银行存款、储蓄总可以收回本金，而债券则因行市的影响而有可能损失本金。此外，债券的利率一般高于银行存款、储蓄的利率。因为债券是对筹资者的直接投资，而银行存款、储蓄是必须经过金融机构进行的间接投资，金融机构要在从所得收益中扣除了各种费用之后，才将其中一部分作为存款利息支付。

(3)期限的长短不同。存款、储蓄大多是比较短期的，而债券一般说来中长期的居多。

(4)转让的条件不同。除了可转让的定期存单(CD)外，银行存款、储蓄不能转让给他人，而债券可以按当时的行市转让，接受转让的人成为新的债权人。

(5)债券是多数投资者用均一的条件投资，存款、储蓄则只是为投资作准备，且有可能用于消费。

3. 债券与日常资金借贷的联系与区别

债券与日常资金借贷都是一种债权债务关系。

不过，一般的资金借贷，是以借方和贷方的借贷合同为基础进行的，借方仅向贷方支付利息和到期偿还所借款项。而债券，由于可以流通、转让，在市场上出售后，债权人也就随之转移，借款人只能将债券的持有者看作贷方，并向债券持有者支付利息和本金，因此两者的区别也很明显。

三、债券的分类

债券可以从各种不同的角度进行分类，并且随着人们对融通资金和证券投资的需要而不断创造出各种新的债券形式，尤其是高度发达的金融市场上，债券的种类几乎是无限的。就目前而言，债券可以有如下的分类：

1. 按发行主体分类

根据发行主体的不同，债券分为政府债券、金融债券、公司债券等几大类。

第一，政府债券

政府债券又可区分为中央政府债券和地方政府债券，此外，还有政府保证债券。

(1)中央政府债券。也称公债券或国库券，它是由中央政府发行的。各国中央政府发行的债券有不同的名称，但发行的目的都是为了弥补国家财政赤字和进行大型工程项目的政府投资。如美国的国库券、日本的国债、英国的金边债券、加拿大的联邦政府债券等。中央政府发行的债券有各种不同的期限。一般将它们分为短期、中期和长期三组，这些债券大多是免税的。在证券市场上中央政府债券的发行量和交易量均占有相当的比重，对货币市场和资本市场的资金融通起着重要的作用。特别是短期国库券，作为货币市场的一种工具，具有“近似货币”的性质，风险小，流动性强，收益率高，是最受投资者欢迎的金融资产之一。

(2)地方政府债券。即由各级地方政府机构如市、县、镇等发行的债券。发行这类债券的目的主要是为地方建设筹集资金，因此都是一些长期性的债券。美国的市政债券、日本的地方债券、英国的地方当局债券等，均属此类。

(3)政府保证债券。它是由一些与政府有直接关系的企业、公司或金融机构发行的债券。这类债券均由政府提供担保，但不享受中央和地方政府债券的利息免税待遇。如日本发行的首都高速公路债券、住宅债券、北海道东北开发债券、地区振兴整备债券、石油开发债券等，都属于政府保证债券。美国联邦政府主办的进出口银行、田纳西领域管理局、联邦中期信贷银行等发行的债券，也都由联邦政府提供担保。

第二，金融债券

金融债券是银行或其它金融机构发行的债券，这些金融机构都具有雄厚的资力，信用度较高，利率也较高，一般要高于同期银行存款的利率水平，而且持券者需要资金时可以随时转让。金融债券的期限一般为1～5年，其发行的目的是为了筹集长期资金。为确保安全，在发行前都必须经过国家的特别批准。日本的附息金融债券、贴现金融债券，美国的国民银行、第一花旗银行等发行的从属债券，我国的普通金融债券、累进利息金融债券、贴现(贴水)金融债券等，都属此类。

第三，公司债券

公司债券是由股份公司发行并承诺于一定时期还本付息的债权凭证。发行公司债券的目的是为了筹集长期建设资金，一般都有特定用途，期限多为10～30年。公司要发行公司债券，必须先参加信用评级，级别达到一定标准才可发行。与政府债券相比，公司债券的风险相对较大，因而其利率一般也较高。

2. 按期限长短分类

债券根据其偿还期限的长短，分为短期债券、中期债券和长期债券。各国对短、中、长期债券年限的划分不完全一致，一般的划分标准是：期限在1年以下的为短期债券，如美国、英国国库券、日本的短期国债等；期限在1年以上、10年以下的为中期债券，如美国的中期国家债券、日本的中期附息票国债和贴现国债，以及我国的国库券、国家重点建设债券、财政债券、国家建设债券等；期限在10年以上的债券为长期债券，如美国的长期国家债券、日本的长期附息票国债等。

3. 按发行的区域分类

债券按发行的区域划分，可分为国内债券和国际债券。国内债券，是国内公司、金融机构及中央政府、地方政府等，以本国货币为单位在国内金融市场上发行的债券；国际债券则是公司、政府、金融机构以及国际金融组织等，以外国货币为单位，在国际金融市场上发行的债券。国际债券又具体分为欧洲债券和外国债券两个亚类。欧洲债券是指在欧洲市场上发行的、不以发行所在国货币，而以另一种可自由兑换的货币标值并还本付息的债券，欧洲债券除可用美元、英镑、德国马克、法国法郎、瑞士法郎、日元、加拿大元等单独货币发行外，还可以用特别提款权，欧洲货币单位等记帐单位发行。其期限通常为3～5

年，长者多达20年。外国债券，则是指由国外筹资人发行的、以发行所在国货币标值并还本付息的债券，如美国“杨基债券市场”上的美元债券，日本“武士债券市场”上的日元债券。外国债券期限一般都较长，所筹的外汇资金可以自由运用，不过在发行时要受到政府的严密检查和严格控制。

4. 按利息的支付方式分类

根据利息的不同支付方式，债券一般分为附息债券和贴现债券。

第一，附息债券

它是在券面上附有各期息票的中长期债券。息票上标明利息额、支付利息的期限和债券号码等内容。通常息票以6个月为一期。息票到期时，从债券上剪下来凭以领取本期的利息。由于息票到期可获取利息收入，是一种有价证券，因此它也可以流通、转让。

第二，贴现债券

亦称“贴水债券”，是券面上不附息票，发行时按规定的折扣率（贴水率），以低于票面金额的价格发行，到期时仍按面额偿还本金的债券。这种债券的发行价格与票面金额（偿还价格）之间的差价即为利息。

附息债券与贴现债券的区别，在于前者是债券在发行以后才逐步支付利息，而后者在发行时便一次支付完毕，具有预付的性质。在日本，期限2年的金融债券、期限5年的国债券、期限10年的电信电话债券等，都是按贴现方式发行的。中国工商银行在1987年发行的期限为3年零3个月，面额100元、售价75元，面额500元、售价375元，面额1000元、售价为750元的金融债券，即是贴现债券。

5. 按发行方式分类

按照债券是否公开发行来分类，可以分为公募债券和私募债券。

第一，公募债券

它是按法定手续，经证券主管机构批准在市场上公开发行的债券。这种债券不是向指定的少数投资者出售，而是通过证券公司向社会上所有的投资者募集资金。由于发行对象是不特定的广大投资者，因而要求发行主体必须遵守信息公开制度，向投资者提供多种财务报表和资料，以保护投资者利益，防止欺诈行为。

第二，私募债券

是以少数与发行者有特定关系的投资者为募集对象发行的债券。私募债券的发行范围很小，不采用公开呈报制度，债券的转让也受到一定程度的限制，流动性较差，但其利率水平一般较公募债券要高。私募债券的投资者大多数为银行或保险公司等金融机构，它们以其雄厚的财力、丰富的经验和专业技能对发行者的资信进行调查，判断投资风险，进而有选择性地投资。

6. 按有无抵押担保分类

债券根据其有无抵押担保，可以分为信用债券和担保债券。

第一，信用债券

亦称无担保债券，是仅凭债券发行者的信用而发行的、没有抵押品作担保的债券，一般包括政府债券（国债、地方债）和金融债券。少数信用良好的公司也可发行信用债券，但在发行时须签订信托契约，对发行者的有关行为进行约束限制，由受托的信托投资公司监督执行，以保障投资者的利益。

第二，担保债券

担保债券指以抵押财产为担保而发行的债券。具体包括：

（1）抵押公司债券。它是以土地、房屋、机器、设备等不动产为抵押担保品而发行的债券。当筹资者在债务到期不能履行还本付息义务时，债券持有者有权变卖抵押品来清偿抵付。抵押公司债券在现代公司债券中占有最大的比重，也是公司债券中最重要的一种。这种公司债券与有担保品公司债券一样，即当以同一不动产为抵押品多次发行的公司债券，可按发行次序分为第一抵押公司债券和第二抵押公司债券，第一抵押公司债券对于抵押品有第一留置权、第二抵押公司债券则只有第二留置权，也即在第一抵押公司债券清偿后，它才能以其余额偿付本息。所以，第一抵押又叫优先抵押，第二抵押又叫一般抵押。

（2）抵押信托债券，它是以公司的其他有价证券（股票和其他债券）为担保品而发行的债券。发行这种债券的公司一般属于那些全资附属机构，通常以其总公司的证券作为担保。作为担保品的有价证券通常委托信托人（多为信托银行）保管，当该公司到期不能清偿债务时，即由受托人处理其抵押的证券并代为偿债，以保护债权人的合法利益。

（3）承保债券。是由第三者担保偿还本息的债券。担保人一般为公司的主管部门或银行，个别的由政府担保。发行这种债券，可以提高发行公司的信誉，增强投资者信心，扩大债券销路，并可减轻发行公司的利息负担。

7. 按债券是否记名分类

根据在券面上是否记名的不同情况，可以将债券分为记名债券和无记名债券。

第一，记名债券

它是指在券面上注明债权人姓名，同时在发行公司的帐簿上作同样登记的债券。转让记名债券时，除要交付票券外，还要在债券上背书和在公司帐簿上更换债权人姓名。投资者须凭印鉴领取本息。这种债券的优点是较为安全，缺点是转让时手续复杂、流动性差。

第二，无记名债券

它是指券面未注明债权人姓名，也不在公司帐簿上登记其姓名的债券。无记名债券在转让同时随即生效，且无须背书，因而具有较强的流动性。在一般情况下，无记名债券的持有者还可以请求公司将债券改为记名债券。

8. 按债券发行时间先后分类

根据债券发行时间的先后，可以分为新发债券和既发债券。

第一，新发债券

它指新发行的债券。新发债券有公募与私募之分，一般的投资者所能购买到的都是公募债券。凡是新发行的公募债券，都规定了招募日期，投资者在购买新发公募债券时，不需支付任何手续费。

第二，既发债券

指已经发行并交付给投资者的债券。新发债券一经交付投资者便成为既发债券。既发债券随时都可以购买，其购买价格就是当时的行市价格，它受供求关系等的影响，价格每天都在发生变化。在证券交易所购买既发债券时，不仅要向证券公司支付较高的手续费，还必须支付债券的经过利息(仅对附息债券而言)，以保护在债券期满前出售债券的人的应得利息收入。因为大部分的附息债券都是按照规定日期半年支付一次利息，也就是说，除当初规定的利息支付日和本金偿还日外，都不支付利息。这样，若不将持有期间的经过利息支付给出售债券的人，他就要失掉从上次利息支付日到债券出售日这段时间的利息，而购买者将要领取整整半年的利息，这显然是不合理的。

四、债券的历史发展

1. 债券的形成过程

债券是证券市场的重要工具。债券发展到今天，经历了漫长的历史过程。

公债券是历史上最早的债券形态之一，它在奴隶制时代即已产生。恩格斯曾经指出："随着文明时代的向前进展，甚至捐税也不够用了，国家就发行期票，借债。"据有关文献记载，公元前4世纪，希腊和罗马就出现了国家向商人、高利贷者和寺院借债的情况。在封建社会公债得到进一步的发展，许多封建主、帝王和共和国每当遇到财政困难，特别是发生战争时便发行公债，当时公债券还常常被用来缴纳租税。12世纪末期，在当时经济最发达的意大利城市佛罗伦萨，政府曾向金融业者募集公债。以后，热那亚、威尼斯等城市相继仿效。15世纪末16世纪初，美洲新大陆被发现，欧洲去往印度的航路开通，世界市场进一步扩大。为进行战争，争夺海外市场，荷兰、英国等竞相发行公债，筹措资金。1600年设立的东印度公司，是历史上最古老的股份公司，它除了发行股票之外，还发行短期债券，并进行买卖交易。美国在独立战争时期，曾发行多种中期债券和临时债券，这些债券的发行和交易，形成了美国最初的证券市场。19世纪30年代开始，美国各州大量发行州际债券，外国资本、尤其是英国资本大量流入。19世纪40～50年代由政府担保的铁路债券的买卖迅速增长，有力地推动着美国铁路建设。19世纪末到20世纪，欧美资本主义各国相继进入垄断阶段，为确保原料来源和市场，建立、巩固殖民统治，加速资本的积聚和集中，股份公司发行大量的公司债券，并不断创造出新的债券种类，形成了多样化的债券体系。

2. 有关债券的主要理论

伴随债券的产生与发展，逐渐形成了多种有关债券的学说。其中以公债理论较为系统和成熟。在论述公债的学说中，主要有两大学派：古典学派和凯恩斯学派。古典学派主张国家财政应力求收支平衡、避免赤字。他们认为应通过租税来筹措资金，而不应以发行公债来代替租税。古典学派的主要人物亚当·斯密认为："当国家费用由举债开支时，该国既有资本的一部分，必逐年受到破坏，原来用以维持生产性劳动的若干部分年生产物，必会被转用来维持非生产性劳动。"他举例说，意大利各共和国、西班牙、荷兰等过去的强国都因为举债而走向衰弱和荒废。大卫·李嘉图则认为：公债的负担不在于利息的转移分配，而在于公债减少了生产资本。如果国家这个巨大的借主不向市场伸手，私人借主就可以很从容地进行资金融通。他把公债当作"空前无比的灾祸"，主张应采取一劳永逸的办法迅速彻底的偿清。萨伊、穆勒等人也都认为公债扩大了消费支出，是夺取产业

资本的最恶劣的财政手段。凯恩斯学派则认为，公债是国家经济发展必不可少的成分，能够促进经济的发展，可以随经济的发展而不断增长。他们还认为，应把公债与私债区分开来，外债的借入与偿还表示着资源在不同国家间的流出流入，而内债则只表示资源在国内不同使用项目之间的流动。内债是政府欠自己人民的钱，是“左右口袋”的事情，对整个国家来说，并不存在债负担。他们还反对“公债会造成下一代人的负担”的说法，认为：内债从物质内容上看，是把资源从一种用途转到了另一种用途，本期资源用途的改变是不会影响下一代负担的；老一代人不仅留下了债务，也留下了债券；下一代不仅继承了债务负担，也继承了支付债务的手段。

五、债券制度的作用

1. 债券制度的历史作用

债券是以信用为基础的债权债务证书。不同种类的债券因其本身的性质而有不同的作用。在私有制国家里，政府发行公债，其基本的目的是满足国家日益扩大的非生产性开支需要，弥补财政赤字，尤其是中央政府发行的债券，其所筹措的资金并不作为资本进行投资；由于债券本金与利息的支付以税收收入作担保，使其具有虚拟资本的性质，通过金融市场的活动便能发挥虚拟资本的职能。在地方政府及政府有关部门（国有企业、公共团体）发行的债券中，其所筹措的资金，大多通过国有企业作为国家资本投资，用以举办各种大型公共工程和生产、生活基础设施。这使得国家不仅从外部对再生产过程进行干预，还使国家资本深入到了再生产内部。由政府提供担保的政府保证债券，即以税收收入作为支付本利的担保，还由中央银行保证债券的信用和流动性。这样，在金融市场上，这些虚拟资本证券便成为最为重要的交易对象。而中央银行通过其所创造的信用的媒介作用渗透到金融市场的各个方面，并深入到资本的再生产过程与积累过程。

私营企业也发行各种债券，其中最重要的是公司债券。它是股份公司筹措资本的重要形态，可以自由买卖流通。股份公司发行债券便有可能将社会上的生息资本作为他人资本集中起来，而金融机构等通过对公司债券的购买，也就把自己的资本渗入到产业中去。债券的多样化，使资本的集中与控制技术趋于登峰造极的地步。

2. 债券制度在现实经济生活中的作用

在我国社会主义公有制经济条件下，债券制度同样具有重要作用。

首先，债券制度为各级政府、社会团体机构和工商企业提供了一条筹集资金的重要渠道。社会主义国家具有管理国家行政和组织社会经济的双重职能。随着社会的进步与发展，国家用于内政、外交、军事、科学、教育、经济建设等方面的支出日益增加，国家财政往往出现支大于收的赤字情况，为了保证各项事业发展的资金需要，必须采取多种形式增加财政收入。通过发行债券的方式筹集一部分社会闲散资金便可缓解财政困难。同样，各社会团体机构，工商企业，在举办各项事业，从事生产、经营活动时，也会不时地面临资金紧张的问题，通过债券制度筹集所需资金、不失为一种有效、可行的途径。

其次，通过债券制度，促进经济的横向联合，以及各生产要素的有机组合。专业化协作是社会化大生产的主要标志，地区、企业间的横向联合是其必然的要求。在现代商品经济社会，这种联合不只表现在物资、技术、劳务的相互协作，更重要的还在于通过资金的自由流动与有机组合，实现和加快各生产要素的合理、有效的配置。债券制度正是为资金在全社会范围内的高效、有序的流动提供了便利。

再次，债券制度为社会闲散资金提供了良好的投资渠道，有助于资金使用效益的提高。因为，债券投资既可以获得比银行储蓄存款更多的利息收入、减少因通货膨胀造成的资金损失的风险，又可以获得比股票更有保障的收益，减少因企业经营造成的投资风险，这在对政府债券的投资方面表现得尤为突出。

最后，债券制度有利于实现国家的宏观调控意图。国家通过发行债券将分散于各地方、企业、居民的闲散资金集中起来用于国家重点建设，可以缓解消费膨胀的压力，促进国民经济比例结构的协调；中央银行通过公开市场业务适时买卖债券，影响银根的松紧，调节货币流通。

此外，债券制度还为贯彻执行国家的对外开放政策，积极有效地引进外资和先进技术，促进对外经济的友好合作与往来提供现实的途径。

第二章　债券发行市场

一、发行债券的目的

债券发行是资金需求者向资金供应者直接或间接筹措资金的一系列过程。发行债券的主体有政府、企业和金融机构。发行债券的主体不同，目的也就不一样。一般来说，政府发行债券的目的是为了弥补财政赤字、扩大政府投资、解决临时资金需要；企业发行债券的目的有筹集资金、灵活运用资金、降低资金成本、减少税收支出、增加企业收入、维持对企业的控制权；金融机构发行债券的目的是为了负债来源多样化、获得长期资金来源和扩大资产业务。下面来分别介绍各债券发行主体发行债券的目的。

1．政府发行债券的目的

政府有中央政府和地方政府之分，它们两者发行债券的目的完全相同。

第一，弥补财政赤字

政府债券发行的主要目的是为了弥补财政赤字，并且发行政府债券也是弥补财政赤字的基本方式，与增加税收、增发货币的财政赤字弥补方式比较，发行政府债券有着明显的优越性。政府发行债券，虽然也是国民收入再分配的一种方式，但这并不是像税收和货币发行那样是一种强制的、无偿的再分配方式，而是一种自愿的、有偿的再分配方式。从政府债券发行方即政府方看，得到了补充的收入来源，满足了支出的需要；从购买方看，不但经过一定时期可以收回本金，而且还可以获得利息收入。由于发行政府债券只涉及资金使用权的让渡，而所有权不变，因此政府通过发行债券来筹集资金，较易被社会公众所接受。

早在18世纪，西方各国如英、法、德、美等国在发生战争或遇到自然灾害时，政府财政入不敷出，出现财政赤字，这时就通过发行政府债券来筹集资金，以弥补赤字。不过那时的商品货币经济还不很发达，政府职能比较单一，政府支出规模还不很庞大，发行政府债券弥补财政赤字只是比较偶然的事情，政府债券发行额也很小，如美国直到1799年，发行的政府债券总额才8298万美元。以后随着商品货币经济的发展，靠“看不见的手”指导的自由竞争经济已不能实现充分就业，经济危机时有发生，政府已不再仅仅充任“守夜人”的角色，而成为社会经济的管理者，具有管理宏观经济、干预整个社会的经济活动的职能。政府通过用“看得见的手”实施经济干预，以稳定经济，减少经济波动。政府职能逐渐扩大，从较单一的维持社会秩序、防御外来侵略等社会管理职能，发展到支持基础设施建设、举办社会福利事业、实施财政补贴、支持海外贸易等社会、经济管理兼而有之，并且经济管理逐渐强化，这就使政府财政支出逐渐扩大，经常出现入不敷出的现象，发行政府债券以弥补财政赤字已成为经常性的行动，且数额逐渐扩大，到1987年末，美国联邦政府发行的债券余额达1.9万亿美元，联邦政府、州和地方政府发行的债券余额突破3万亿美元大关。

我国自1979年实行改革开放政策以后，国民收入分配格局较改革前发生了很大变化，其中变化之一就是政府财政收入占国民收入的比重大幅度下降，使财政收入不能保证财政支出的需要，出现了财政赤字，为了弥补财政赤字，国务院决定从1981年开始，每年发行一次国库券，1981～1990年共发行国库券604亿元。1990年末国库券余额485亿元；1988年，国家又决定发行财政债券、特种国债和保值公债，3项债券合计，1988、1990年累计发行额达338亿元。这些政府债券筹集的资金主要是为了财政赤字，但也有一部分用于国家经济建设，成为公共投资。发行债券筹集财政收入已成为我国弥补财政赤字的主要手段。

第二，扩大政府公共投资

扩大政府公共投资也是政府发行债券的目的之一，政府所属的一些公共机构为了修建公路、铁路、机场、水坝、供水、供气、供热工程，进行大江大河治理，支持能源建设，等等，可以发行一部分债券来筹集资金，促使这些项目得以如期建成。这些项目建成投产后一般说来能够获得一定的经营收入，虽然盈利不大，但偿还债券本金问题不大，只要财政给予适当的利息补贴，支付债券利息也就有保证了。这种于

国于民有利的事情，通过发行政府债券来筹集资金予以解决是行之有效的方法之一。世界上多数国家为了兴建这类公共工程，每年都要发行一部分这种建设债券。我国早在1954～1958年就发行过“国家经济建设公债”，以筹集一部分建设资金，用于国家经济建设。改革开放以后，为了筹集国家建设资金，保证能源、交通、原材料等重点项目的资金需要，开始发行政府债券。除了国库券、财政债券、特种国债和保值公债筹集资金的一部分用于经济建设外，1987年，我国首次发行了55亿元国家重点建设债券，1988年又发行国家建设债券30亿元，基本建设债券80亿元，截止1990年底，基本建设债券共发行95亿元。通过发债筹资，在一定程度上保证了国家重点建设资金的供应，改善了投资结构，促进了经济的协调发展。

第三，解决临时资金需要

政府的开支在一年中是比较均匀的，但收入往往在后期才能取得，有时支出在前、收入在后，但一年内从总体上讲收支是平衡的，这就需要在一年中的前期发行国库券筹集资金，以应付临时性的资金不足局面。

2. 企业发行债券的目的

企业发行债券的目的较多，归纳起来有以下几个方面

第一，筹集资金

筹集资金是企业发行债券的主要目的。当企业需要资金时，在向银行等金融机构借款或发行股票筹资等渠道受到限制时，可以通过向社会发行债券来筹措资金。在西方国家，通过债券筹资已成为企业向外部筹资的重要方式之一，而在一些国家则成为主要方式。在我国，自改革开放后，企业通过发行债券筹集的资金逐年增加，并且增长速度较快。1986年以前，我国企业发行债券筹集的资金有100亿元（系指1986年以前的累计数），1986～1990年共筹得资金461亿元，年均递增46.5％；1990年末，仍留存于企业的债券资金有250亿元。

第二，灵活动用资金

企业发行债券筹资，主动权完全操在自己手中，企业自己可以灵活确定债券期限、数量，而贷款的期限、数量则需要谈判、协商才能确定，有时不能完全达到自己的目的。发行股票涉及到企业产权的分配、重组等实质问题，灵活性相对较差，企业可以使债券的期限与资金的使用时间一致，并可根据资金的需求量确定筹集量，避免出现过剩资金。即使以后出现意外情况，企业在债券到期时仍需继续占用资金，也可用发新债还旧债的办法予以解决。总之，企业可随时根据自己需要资金的时间、数量决定是否发行债券、数量多少、到期期限和发行频度，以及时满足资金需要。

第三，降低资金成本

企业债券的收益比较稳定，市场价格的波动幅度不大，到期又可收回本金，风险相对较小。而股票的收益则随企业盈利状况的变化而变化，价格变动比较剧烈，企业不需还本，风险较大。因而，虽然企业债券付息较低，但仍受到一部分投资者，特别是部分机构投资者如养老基金、退休基金、保险公司等的欢迎。就同一企业的债券和优先股看，投资者一般比较偏爱债券的低收益，而不是优先股的收益。企业债券既受投资界的青睐，又只支付较低的利息，这就降低了企业的筹资成本。

第四，减少税收支出

在西方国家，在计算企业的收入时，债券的利息可以扣除，而股票的股息、红利则不能扣除。因此，企业发行债券可以减少纳税负担，又可使股东或其他债券投资者获得好处。

第五，增加企业收入

购买企业债券的投资者，只能获得按事先规定利率计算的利息收入。如果企业发行债券筹集的资金获得的收益高于债券利率，则高出的部分便成为企业的收入。当然，如果企业经营不善，或出现经济萎缩，这笔债券利息会使企业背上沉重的包袱，并使企业的收益减少。然而，无论在何种经济环境下，敢于发债筹资的绝大多数企业对自身的经营能力和发展前景总是充满信心的。股东或经理们总是相信，他们企业的经营收益将高于债券利率。因此，发行债券对企业来说，既可筹集资金扩大生产，又可增加企业收入和股东的股息收入，是一种极有吸引力的筹资方式。

第六，维持对企业的控制权

企业债券不象股票那样拥有企业决策投票权（有投票权的债券当然例外），债券持有人与企业之间只存在债权、债务关系，债权人不能参与企业决策，无权参加企业的经营管理，也没有参加企业利润分配的权力。被股东们戏称为“沉默的多数”。因而，以发行企业债券的形式来筹集企业资金，不会改变现有企业股东的结构和投票权的分配，从而不会影响现有股东对企业的控制权。

3. 金融机构发行债券的目的

金融机构是经营货币资金的特殊企业,通过对负债与资产进行科学管理,以使负债与资产实现最佳组合,从而达到资金的流动性、安全性和收益性三者统一之最终目的。通过发行金融债券是进行负债与资产管理的一个方面,一般来说,发行金融债券可达到如下三个目的。

(1)促使负债来源多样化,增强负债的稳定性。金融机构的负债有各种存款、同业往来、向中央银行借款、金融债券资金等,存款资金来源众多,此存彼取、互相交错,川流不息,稳定性差,一旦经济、金融形势骤变或谣言四起,容易发生挤提存款的现象,这时甚至有可能迫使金融机构破产的危险,虽然这不是由于金融机构经营不善造成的。同业往来与存款的性质相似,向中央银行借款,数量有限,非长久之计。金融债券在到期以前,债券持有人不能提前要求兑付,只能在证券市场转让,期限固定,稳定性强,金融机构无挤兑风险。从而,金融机构可以通过发行不同期限,包括短期、中期、长期在内的金融债券筹集资金,以增加负债来源,增强负债的稳定性。

(2)获得长期资金来源。金融机构的存款、同业往来等活性资金,此存彼取、相互交织、川流不息,在运动中会形成一部分沉淀资金,这部分沉淀资金可以视为可用的长期性资金。当活性资金来源的种类、客户数量增加时,沉淀部分占活性资金的比重会相应扩大;当活性资金总额增加时,沉淀资金会随之增加。然而,这部分沉淀资金毕竟是有限的,量比较少,吸收长期资金,主要还得靠发行长期金融债券。日本通过制定《长期信用银行法》规定日本长期信用银行、兴业银行、债券信用银行三家长期投资银行可以发行其资本金30倍的长期金融债券,通过金融债券筹集的资金占其负债总额的比重高达60%以上。我国的建设银行是一家经营中长期信用业务为主的专业银行,今后通过发行金融债券筹集资金也应该成为主要筹资渠道之一。

(3)扩大资产业务。当企业向金融机构要求贷款或金融机构想要进行直接投资,等等,而金融机构的资金又不足时,金融机构可以发行金融债券筹集资金予以解决,这样就扩大了资产业务。我国金融债券所筹资金全都用于发放特种贷款,贷款主要用于经济效益较好的在建项目扫尾工程、竣工投产后的流动资金以及企业自有流动资金不足30%的部分。另外,也可发放少量的国家计划内基本建设和更新改造特种贷款,用于经济效益好,有还款能力的能源、原材料、交通基建项目和产品为社会所急需的计划内更新改造项目。1985年,我国金融机构利用金融债券筹集的资金发放特种贷款只有5亿元,以后逐年增加,1985～1990年共发放特种贷款285亿元,到1990年末,特种贷款余额仍有90亿元。

二、债券发行市场的构成

债券发行市场是由参与债券发行市场的主体、债券工具和发行市场的组织方式构成的,参加者、工具和组织方式是构成债券发行市场的三大要素。

1. 债券发行市场的参加者

按照债券发行市场参加者扮演的角色,可以把其划分为发行者、投资者、中介机构和管理者四类。

第一,发行者

债券的发行者是指通过发行债券形式筹措资金的企业、政府或金融机构。

(1)企业从总体上讲,是资金的最终需求者,虽然有时也有一些剩余资金,因此,它首先是筹资者,不论何种企业,总会因各种原因不断产生短、中、长期资金不足,需要采取措施弥补。企业弥补资金不足的方式不外乎两种,一种是筹措内部资金,动用企业的内部积累,或减少股息、红利分配,把留下的利润用于再投资。一种是筹措外部资金,在向银行等金融机构申请贷款或在证券市场发行股票筹集资金不能满足需要,或者遇到某些限制,或者与贷款、发行股票筹资相比,发行债券筹资显示出某些优越性时,就可以发行债券来筹集资金。各国证券管理当局对企业债券的发行都有一定的规定,只有财务状况良好,经营业绩稳定,并经过金融机构担保后,才能进入市场发行债券筹措资金。如日本对发行公募债券要求很严,只有取得美国的信用评级机构或日本的信用评级机构的“AAA”级信用者才能直接进入日元公募债券发行市场,否则,必须首先发行日元私募债券,因为日本对日元私募债券的发行限制很少。

(2)政府部门是证券市场上资金的主要需求者,政府为了解决临时资金需要,弥补财政赤字,或扩大政府开支刺激经济增长,都要靠向证券市场发行政府债券来筹集资金以弥补财政收入的不足。政府既在短期债券市场上发行国库券,又在中、长期债券市场上发行各种公债券、地方政府债券和政府机构债券等。政府债券在所有有价证券中信誉最高,它以国家信用为保证,安全性最大,风险极小。在金融市场比较发达的国家,政府债券的买卖也较自由,变现比较容易。另外,大多数国家对购买政府债券所得的利息收入免征所得税。还有,政府债券的期限、利率、档

次较多,可满足金融市场上各种投资者的不同需要,因此,政府债券对企业、个人、事业团体和金融机构都有很强的吸引力。以美国为例,政府债券是由联邦财政部、州、地方政府和政府所属机构发行。联邦财政部除发行 3 个月、6 个月、9 个月、12 个月的短期国库券以外,还发行 1～7 年的中期政府债券和 7 年以上的长期政府债券。州和地方政府为了弥补财政赤字或投资兴建公共事业,可以发行短、中、长期债券。政府机构,包括国防部、邮政局、联邦房屋管理局、进出口银行等,可以发行短、中、长期债券筹措资金,这些机构发行的债券全部由联邦政府担保。一般而言,政府债券占债券发行市场的份额很大。在我国,从 1981 年到 1990 年,政府债券发行额占债券发行总额的比重高达 60.1%。

(3)金融机构是证券市场上资金的中间需求者,而不是最终需求者,它筹集资金是为了向企业、个人、事业团体或政府部门供应资金,即筹资是为了供资。金融机构要向金融市场供应资金,仅靠自身的资本金是远远不够的,它还必须事先向外部筹措资金,发行金融债券是其中的重要方式之一。发行金融债券筹资的有商业银行、融资公司、投资银行、控股公司等。金融机构通过发行金融债券筹集资金,然后通过贷款、投资等形式把这部分资金运用出去,以获得收益。

第二,投资者

在现实经济生活中,总有一些经济主体收小于支出现赤字,也总有一些经济主体收大于支出现盈余,当这些经济主体用自己的剩余资金购买债券时,就成了债券投资者。债券投资者包括:

(1)个人投资者。个人并不是指某一个人,而是指众多的参加债券市场的个人或家庭。个人或家庭一般都是收大于支的投资者,是债券发行市场主要的资金供应者。个人参与债券市场的目的主要是为了调整自己的金融资产结构,追求消费的最佳效果和收入最大化。个人投资者的目的不同,选择债券的种类也就不一样。有的个人以安全第一,那么,他就会投资信誉卓著的大企业的债券和政府债券,这些债券风险较小,但利息率相应也较低。有的个人投资的目的是为将来的某种特定用途,如子女教育、购买住房、养老等,那么他所要选择的就应当是既安全,又能有较高收益的长期债券。有的个人投资的目的是为了获得高额利息收入,他就会投资于一些低级债券,相应的他要承担的风险也就很大。另外,一些人为了使自己的货币收入找到短期出路,他就投资于期限较短、品质较高的国库券。

(2)企业。企业一般说来是资金的需求者,但有时在生产经营中也会形成一部分暂时闲置的货币资金,或将来要进行某项投资,但现在所积聚的资金没有达到相应的规模时,企业就可以把这部分没有特定用途的货币资金的一部分投资于债券市场,或投资于股票市场。当企业有了临时的或新的资金用途时,就可以把购买的债券、股票出售出去,以获得现款。另外,也有一些企业自有资金日益累积,长期剩余,而成为债券市场的一贯投资者。

(3)机构投资者。机构投资者是集聚社会公众分散的资金投资于各种债券,以降低投资风险和提高投资收益的专门机构,包括商业银行、投资银行、储蓄机构、信托投资公司、保险公司、养老基金会、共同基金公司、持股公司等。与个人投资者相比,机构投资者有着明显的优越性。第一,它能广泛集聚社会公众的零星款项。第二,它能充分发挥自己的专业优势。机构投资者拥有经验丰富,精通投资业务的专业人才,可以为个人投资者提供服务。第三,有利于分散投资的风险。个人投资者由于财力所限只能投资于一种或少数几种证券,承担较大风险。通过机构投资者聚集的相当数量的资金,就能同时投资于各种证券,这就分散了风险,另外还可确保获得平均收益。在西方,机构投资者在债券市场上的地位早已超过了个人投资者,以 1984 年为例,机构投资者拥有政府长期债券占政府长期债券总额的比例美国为 88%,英国为 80%。

①商业银行的资金除了主要用于发放贷款外,其次就是投资于各种债券,80 年代,美国商业银行的债券投资额有几千亿美元。债券是商业银行的二级准备资产。商业银行的现金准备是非盈利资产,准备过多,会影响收入,准备过少又不能保证支付,于是许多商业银行就把债券投资既作为盈利的手段,又作为随时能够变现的二级现金准备的手段。

②投资银行以经营各种股票、债券为主要业务,它既为工商企业发行或包销证券,充当中介机构,又用自己的资金购买证券,充当机构投资者。投资银行名义上虽被称为银行,其实它并没有经办多少存、贷款业务,而这是银行最主要的业务。投资银行最主要的业务还是从事证券包销、投资业务,在各国一般被称为某某证券公司,如美国的梅利尔·林奇证券公司,日本的野村证券公司等。证券公司通过用自己的资本金,发行股票、债券所筹集的资金投资于各种政府、企业债券或公司股票,以兼取利润。证券公司是

债券市场的主要投资者之一,如野村证券公司一家1988年在日本债券市场的占有率就高达19%。

③储蓄机构包括储蓄与贷款协会、互相储蓄银行,邮政储蓄局等一些合同式储蓄机构,这些机构的资金期限一般较长,增长也比较稳定,是中、长期债券的重要投资者。

④信托投资公司是指专门经营信托投资业务的金融机构,它接受社会公众的信托和委托,一般都根据信托、委托人和受托人签订的“信托契约”的规定从事经营。它的收益除本公司留存以外,还按一定比例分配给信托人和委托人。从事股票、债券投资是信托投资公司的主要业务之一,如日本专业信托银行1980年末有价证券投资占总资产的比重达到33%,1985年末仍达到26.1%,其中大部分是债券投资。日本证券投资信托公司1980年债券投资占总资产的比重高达51.9%,1985年进一步上升到70.4%。

⑤保险公司为补偿因自然灾害或意外事故所造成的经济损失而和许多个人和单位缔结了保险契约,并按一定的标准向投保人收取保险费,当契约中规定的不测事件发生后,保险公司按契约支付保险金。因此,保险公司的积聚资金数量十分庞大且比较稳定,自然成为债券市场的机构投资者之一,并发挥着重要作用。如日本生命保险1985年末债券投资占总资产的9.8%,损害保险公司1985年末债券投资占总资产的26.8%。

⑥养老基金会通过对职工或企业收取一定标准的收入,待职工退休(退职)后,按一定标准支付退休(退职)职工的养老金。养老基金的资金来源增长比较稳定,在西方国家数额也十分宠大,把资金投资于债券是其业务的重要选择之一。

⑦共同基金公司是一种“开放型”的投资公司,这类投资公司对其所发行的股票,承担按照收回时公司资产净值的比例赎回的义务,因此,股东持有的股票随时可以变现。共同基金投资的对象是股票和债券,共同基金与单个个人的资金相比,数额要大得多,它能投资于多种证券,既减少了风险,又能确保获得平均收益,因此,它颇受投资者的欢迎。近十几年来,美国的共同基金公司数量日益增多,积累的资金也日益增长,在债券市场的地位愈来愈重要。

(4)政府。当政府出现财政盈余时,也会把盈余的一部分资金投资于各种企业债券和金融债券,或政府为了支持某些行业的发展而购买这些行业的债券以提供资金。

(5)中央银行。中央银行参与债券市场的目的与个人、企业、机构投资者的目的有着本质的区别,它购买债券不是因为出现了临时剩余资金,也不是为了获得利息收入,而是为了调节资金供求,当中央银行为了放松银根,刺激经济增长和增加就业,就可在债券发行市场上直接购买政府债券、企业债券或金融债券,以增加货币供应。

第三,中介机构

中介机构自己并不直接进行债券投资,而是替债券发行者与投资者牵线搭桥,帮助发行者把债券卖给投资者。债券发行的中介机构包括:

(1)干事承购公司。干事承购公司的职能是接受债券发行人的委托,办理债券的承购和分销业务。干事承购公司是债券发行市场的核心和中介机构,是联接筹资者和投资者的桥梁。干事承购公司在债券发行市场中起重要作用。第一,证券公司能够帮助发行者开辟筹资渠道,扩大资金来源,有利于降低发行费用,减少筹资成本;能够强化债券信用,保证金融稳定;还能够协助发行者进行财务处理。第二,能够增强投资者信心,引导投资方向,降低投资风险,促进金融资产增值。第三,从国民经济发展方面看,能够促进资源的合理配置,减少资源的闲置与浪费;诱导投资方向,促进投资结构合理化和产业结构的高度化,推动经济增长。干事承购公司在代理发行者销售债券时,采取以下3种方式:推销承购、助销承购和包销承购。

推销承购是指干事承购公司只负责按发行者规定的条件发售其债券,干事承购公司不垫付资金,只管推销,对于卖不掉或以后减价销售的风险,完全由发行者单独承担。这种方式手续费较低。

助销承购又称余额承购,是指干事承购公司在推销发售债券时,在规定的时间内若有推销不掉或剩余的债券,由助销者全部买进或按其余额向发行者提供贷款,以保证发行者筹资计划的顺利实现。由于在这种方式中助销者要承担发行过程中的各种风险,所以助销者在收取推销手续费后,还要收取一定的助销费,作为对可能承担的风险的补偿。

包销承购也称总额承购包销,是指承购公司一开始就用自己的资金承购全部债券,然后根据市场条件将其转卖给投资者。在这种方式下,若有未销售出去的债券,干事承购公司或自己持有到期,或以后减价出售,全部发行风险由包销者承担;发行者可以最快的速度一次获得全部所需的资金,等于在债券发行期间,发行者事先得到了一笔无息贷款,没有必要等到发行结束后才能收到所筹的资金,因此,包销

费要大大高于推销费和助销费。在包销承购中，根据包销者的人数和风险的分担形式不同，可分为独家承购、俱乐部承购和银团承购3种。①独家承购是由一个承购公司包销发行者全部的待发行债券的包销方式。发行风险由该承购公司独自承担，手续费也全部归这个承购公司。②俱乐部承购是由若干承购公司合作包销，每个承购公司所包销的份额、承担的风险以及所获得的包销费都均匀分摊。③银团承购是由一个包销者（在欧美称为经理公司，在日本称为主干事公司）牵头，若干承购公司参加包销活动，以竞争的方式确定各自的包销份额，并根据包销的份额规定包销费率的高低，组成包销银团的一种包销方式。对在发行中出现的各种风险，均由各承购公司按其包销的份额承担。

发行者在准备发行公募债券时，首先要做的工作就是选择、指定干事承购公司。在干事承购公司中，代表其他干事承购公司，具体负责从发行开始到发行完毕的所有手续和为发行后公开信息而制定有关文件等，发挥主要作用的通常被称之为主干事公司或经理公司。主干事公司或经理公司要负责完成以下任务：

①调查、分析发行者的资信状况，包括：发行者所在行业的现状、竞争对手、发展趋势、产品或服务的市场前景；发行者本身的规模、结构、发展历史和未来计划，董事、经理及雇员情况，劳资关系，主要产品、业务分布，利润分配等情况；发行者的财务状况，主要有：资产负债表、损益表的分析，存货、产品（服务）订单分析，税收状况分析，与银行关系的分析等。

②研究预测债券市场的变化情况，向发行者提出有关发行条件、发行时机等方面的建议。

③代表发行者就有关发行条件、发行时间以及能否发行等问题同有关证券管理当局进行交涉。

④动员和组织投资者认购所要发行的债券。

⑤编写和制定发行说明书，签订债券认购合同及债券条款等合同文本。

（2）受托人。受托人根据同债券发行人签订的合同，负责如下各项事务：印制债券的本券；办理包括缴款在内的各种有关募集债券的事务手续；保护债券条款中所规定的投资者的权利；办理债券偿还事宜等。在日本，受托人的手续费，国际机构发行债券时规定为发行总额的0.09%，一般企业发行债券时规定为0.23%，其他种类的债券为0.135%。

（3）财务代理人。财务代理人接受发行者的委托，负责向债券投资者支付本金和利息。在日本，发行者通常选择20家左右的银行和10家左右的证券公司，通过其分支机构在全国范围内定期向债券持有人还本付息。一般来说，受托公司也是财务代理公司，并兼任财务代理公司的牵头人，财务代理人的手续费规定为所支付利息的0.3%和支付本金的0.2%。

（4）担保人。为了增强债券的信用，吸引投资者购买，企业在发行债券时，往往需要一个第三者出面担保，保证债券按时还本付息，担保人通常由银行、非银行金融机构、另一家公司或政府担任。在子公司发行债券时，母公司常充当债券按时还本付息的保证人。

（5）律师。律师是债券发行过程中不可缺少的人物。在债券发行过程中，要制定许多合同文件，其中有很多问题要在法律上加以明确。发行者聘请律师以帮助发行者准备登记表、销售书等文件，帮助发行者同经理公司、干事承购公司和承销公司谈判。经理公司也要聘请律师，帮助制定有关承购合同及其条款，代表经理公司同有关法律机构接触，以及为经理公司提供法律咨询等。

第四，管理者

（1）证券管理机构。各国都设有专门的或兼管的证券管理机构从事证券的募集、发行、买卖等经营行为的管理监督，对债券的募集、发行进行管理是其重要职能之一。美国的“联邦证券管理委员会”是专门行使证券管理职权的管理机构。这一机构的权力涉及对美国国内的证券发行、证券交易所、证券商、投资公司等的管理监督。下设的公司财务处，负责对发行证券申请人的各种报告的分析，审查和评价；公司管理处根据有关法律对发行证券公司管理监督；地区办事处负责本地区关于证券问题的实地调查，贯彻执行各项有关法律，处理证券注册等事宜。在联邦政府监督下，美国各州也有制定证券有关法律、管理证券的机构，同时，在政府监督下，证券商公会亦具有相当的自主权。这种联邦、州和专业团体多层次的证券管理是美国证券管理机构的特点。

设立专门的证券管理机构的还有加拿大、巴西、阿根廷、日本、印度、新加坡、马来西亚、菲律宾等国。

设立兼管的证券管理机构对债券等证券行使管理监督职能的有英国、德国、荷兰、意大利等。英国政府无专门的证券管理机构，证券发行的登记是由英国贸易部下的公司登记处兼管。英格兰银行只是根据金融政策的需要，才对一定金额以上的证券发行行使审批权。

（2）债券发行审核。世界各国证券主管机关对债券发行都采取审核制度，审核方式主要有两种，一种叫注册制，一种叫核准制。注册制是指发行者在发行债券之前，必须先向主管机关申请登记注册。登记注册书的主要内容有发行日、发行价格、所筹资金的用途、资产负债表和损益表等各种财务报表，以及董事、主要管理人员的履历、资信等。登记注册书经主管机关审查，如发现有严重失实、遗漏、虚报，则发出终止命令，终止其注册生效。如属一般情节，则通知注册人加以纠正。在未予注册之前，发行者不得发行债券。对政府债券、政府批准的其他债券和私募债券则免于注册。核准制是规定若干核准条件，包括：发行者的经营性质、管理人员的经营资格、能力；发行者的资产负债结构是否健全合理；发行中介机构所得报酬是否合理；债券的权利、义务；事业有无合理的成功机会；公开的资料是否充分、真实等。主管机关对发行者按核准条件审查许可后，债券才能发行。

在我国，对债券发行行使管理监督权的是中国人民银行。中国人民银行对企业、金融机构发行债券实行集中管理、分级审批制度。企业申请发行债券，应当向中国人民银行总行或其分支机构报送下列正式文件：发行债券的申请书；营业执照；企业主管部门同意发行债券的证明文件；计划部门准予进行固定资产投资的批准文件；企业发行债券的章程或办法；企业上两个年度和上一个季度经主管部门或者会计师事务所签证的财务会计报表；中国人民银行要求提供的其他资料。中国人民银行对企业报送的资料、文件审查批准后，企业才能发行债券；否则，不得发行。各银行和非银行金融机构申请发行金融债券，也必须向中国人民银行总行或其分支机构报送有关正式文件，经审查批准后，才能发行金融债券；否则，不得发行。

2. 债券工具

债券工具是债券发行市场的又一构成要素，随着债券市场的扩大，筹资手段和技术的发展，债券工具日趋多样化。根据不同的标准，我们可以把债券工具划分成不同的种类。

（1）按发行主体分类。这是最常用的分类方法。按发行主体分类可把债券分为政府债券、企业债券和金融债券。在政府债券中，由中央政府发行的叫国家债券，由地方政府发行的叫地方政府债券，由政府所属机构发行的叫政府机构债券。如前所述，政府发行债券的目的主要是为了弥补财政赤字，筹集建设资金，解决临时性的资金需要。

（2）按债券的偿还期限长短分类。按债券的偿还期限可把债券分为短期债券、中期债券、长期债券三种。短期债券是指偿还期限在1年以内的债券，包括国库券、企业短期融资券等。中期债券是指偿还期限1至7年的债券。长期债券是指偿还期限7年以上的债券和无偿还期限的无期债券，如美国的H债券、英国的永久公债以及一些大公司发行的不偿还本金的债券均属无期债券。

（3）按债券发行的方式分类。按债券发行的方式可分为公募债券和私募债券两种。公募债券是向不特定的多数投资者进行广泛募集的债券。公募债券流通性强、可以在证券交易所或柜台上市，公开进行买卖。政府债券的发行通常采用公募的形式。私募债券是指向与发行者有特定关系的少数投资者募集的债券，私募债券不能在证券市场上交易。

（4）按债券形态的不同划分。

①定息债券。即每年在规定的时间内支付固定利息的债券，这种债券的券面上印有“息票”，作为每次支付固定利息时的凭据。

②浮动利率债券。筹资者为了增加中长期债券的吸引力，以预先选定的某一种市场利率为参考，随参考利率的波动而相应变化，一般而言，当市场利率低于规定的下限时仍按规定利率付息，这就使投资者有安全感，减少持有债券的损失，从而增加了债券的吸引力。

③贴现债券。也称无息债券或零息债券。是指债券上不附有息票，按面值折价发行，到期按票面价值偿还的债券。发行价格与面值之间的差价即为利息，因此，它的利息支付方式是采取利息预扣的形式。

④可转换公司债券。这是附有专门规定、允许持有人可在一定时间内以一定价格向发行公司换取该公司股票的公司债券。债券持有人不希望转换成股票时，也可继续持有，直至债券到期。这种公司债券对发行公司和投资者双方都比较有利：投资者在发行公司利润率不高，股息、红利不高时稳得公司的固定利息，又可在公司盈利大幅度增长，股息、红利水平提高时把债券换成股票，以获得较高的股息、红利收入。而发行公司因向投资者提供了这样的优越条件，就可以把可转换公司债券的利率定在低于其他债券利率的水平上，以便用较低的筹资成本获得长期资金，又可以使一部分债券转换成股票，减轻还债压力。

⑤附认股权债券。是指在一定条件下，债券持有人有权认购发债公司新发行的股票的债券。公司在

发行公司债券时规定,持有人可以在规定的时间内,按预先规定的价格和数量认购公司的股票,从而成为公司的股东,原有的债权人地位保持不变。

⑥参加公司债券。债券持有人除了可以得到事先规定的利息外,还可以参加公司的盈余分配,分配的方式和比例事先已得到规定。

⑦收益公司债券。这是一种利息收入取决于公司收益水平的非固定利息公司债券。发债公司只有在获得净利润后才能支付利息,如不足时可以只支付部分利息,如没有盈余也可以不付息。

⑧附股票权公司债券。债券持有人在拥有债券时有一定的投票选举权,投票选举公司的董事,一般在股份公司组建时发行这种债券。

(5)按债券有无担保划分。

①担保债券。这又分为由第三方担保的债券和以发行者本身的财产作抵押担保的抵押担保债券。第三方担保的债券是指发行者发行的由第三方作为还本付息担保人的一种债券,第三方担保人一般由政府、银行等金融机构、大的公司担任。投资者购买债券,最关心的就是发行者能否还本付息,如果保证人的信誉很高,那么,发行者发行的债券安全程度很高,投资者乐于购买。抵押担保债券一般是指企业用自己的财产如工厂、机器设备、不动产、动产及各种证券作抵押而发行的债券。当债务人在债务到期不履行还本付息义务时,抵押人对抵押财产有较其他债权人优先受偿的权力。抵押担保债券一般可分为不动产抵押债券、动产抵押债券。不动产抵押债券是以对实际不动产的留置权为担保的债券,在发债企业不履行偿债义务时,抵押债券的持有者可获得所抵押财产(如机器设备、土地、房屋等)的留置权,可依照法定程序拍卖抵押物受偿。如果以同一不动产为抵押品多次发行债券,可按抵押的顺序分为第一、第二、第三等抵押债券,第一抵押债券对抵押品有第一留置权;第二抵押债券则只有第二留置权,只能得到第一低押债偿清后的余额;依次类推。动产抵押债券是以各种动产如证券、原材料、产成品等流动资产作抵押担保所发行的债券。

②无担保债券。完全以发行者本身信用为保证发行的债券,债券本息的偿付没有第三方或以任何财产担保。国债、地方政府债券及大金融机构发行的金融债券都是无担保债券。这些债券由于其发行者的绝对信用而具有坚实的可靠性。满足一定财务条件的信用良好的企业也可发行无担保债券,但往往受到种种限制。一般而言,只有那些信誉卓著的大企业才有资格发行无担保债券,因为大企业的实力雄厚、盈利多、知名度高,发行此种债券容易被投资者所接受。

(6)按债券是否记名划分。

①记名债券。记名债券是将购买者的名字注明在债券背面上,并将债券购买人的名字登记在企业的帐簿上,企业只承认被登记的债券持有人,债券的利息、本金只付给被登记的持有人。记名债券在转让时,债券持有人和受让人在债券背面上签名转让,受让人出示正式转让文件重新到企业登记,以更换债权人姓名。

②无记名债券。无记名债券在券面上不注明债权人的姓名,也不在公司登记注册,发债企业可向任何持券人支付应付的利息和本金,无记名债券可在交易市场自由转让,无须背书和在公司帐簿上变更债权人姓名。

(7)按债券利率高低划分。

这种划分没有明确的标准,一般是将当时发行的债券的利率与同期的市场利率水平作比较,利率水平相对高的就被称为高息债券,相对较高的被称为中息债券,相对较低的被称为低息债券。高息债券一般是由一些中、小型企业发行的,它们的信誉相对较差,故只能以高息来吸引投资者,中息、低息债券一般是由政府、大企业、金融机构发行的,它们的信誉颇佳,还本付息没有太大问题,故利息相对低些,仍能吸引投资者购买。

(8)按债券发行地区的不同划分。

①国内债券。指在某一个国家内由这个国家的政府、企业或金融机构发行的债券,包括政府债券、企业债券、金融债券。

②国际债券。指由外国政府、企业、金融机构和国际机构在某国发行的债券。国际债券的特点是发行者与投资者分属于不同的国家,发行者是在外国进行筹资活动。国际债券可分为外国债券和欧洲债券两大类。①外国债券是由外国筹资者在某一国家(东道国)的债券市场以该国的货币标价发行,并首先出售给该国居民的债券。如中国在日本发行的日元债券就属于该种类型。外国债券是由债券发行所在国的证券承销商承销的,并且发行外国债券要得到东道国的同意,并受该国金融法令的管理。如在日本发行外国债券须得到日本大藏省的批准,在美国要在证券管理委员会注册。外国债券市场是一种传统的国际债券市场,早在19世纪就已存在,英国伦敦就曾是世界最大的外国债券市场。现在,世界上主

要的外国债券市场有美国杨基债券市场、日本武士债券市场、德国马克债券市场、瑞士法郎债券市场、法国法郎债券市场等。②欧洲债券是由外国筹资者在某一国家使用该国以外的货币标价发行的债券。如我国在德国法兰克福发行的面值以日元计价的债券就是欧洲债券。欧洲债券的承销商和投资者可来自许多国家，可同时在几个国家发售，分销通常不需要预先得到批准或登记注册，受各国金融法规的约束较少。欧洲债券根据面值货币种类可作进一步细分，如欧洲美元债券、欧洲日元债券、欧洲英镑债券、欧洲马克债券等。此外，欧洲债券还包括一种复合货币债券，叫欧洲货币单位债券。

(9)按债券本位划分。

可将债券分为货币债券和实物债券。货币俩券以货币表示债券票面价值，并用货币支付利息和偿还本金。货币债券是商品货币经济的产物，只有在商品货币经济发展到一定水平时，货币债券才会产生和发展。货币债券有一个缺陷，就是当货币贬值比较严重时，同一货币数额的债券代表的实际价值在发行日和还本付息日会产生很大差异，债权人会因此遭受经济损失，因而不愿购买债券，特别当通货膨胀严重时更是如此。为了解决这个问题，有些国家的政府、企业等便发行实物债券。实物债券以实物为本位，分为直接实物债券和间接实物债券，直接实物债券直接以实物为本位，用实物偿还本金。如1949年我国广东北江革命根据地北江第一支队所发行的“胜利”公债，直接以稻谷为本位，分为50、100和150斤3种，年利2分。这种债券计量方法简单，但适应性较差。

间接实物债券用货币表示债券票面价值，并按事先确定的商品折价，本金用相当于还本时实物价值的货币偿还。我国于1950年所发行的“人民胜利折实公债”就是一种间接实物债券，又如墨西哥发行的石油债券也是一种间接实物债券。

(10)按债券票面额所使用的货币单位划分。

可把债券分为本币债券和外币债券。以本国货币为面值的称作本币债券，以外国货币为面值的称作外币债券；如以人民币计价的债券叫人民币债券，以美元计价的债券叫美元债券，以日元计价的债券叫日元债券，等等。这类债券本金的偿还和利息的支付都使用债券票面额所使用的货币。随着债券市场的发展，后来又出现了一种双重货币债券、货币择权债券和与另一种货币挂钩的债券。

①双重货币债券。这是一种发行时使用的面额货币是一种货币，付息也用这种货币，而还本时用另一种货币的债券。面额货币折成还本货币的汇率在签订债券发行合同时就事先确定了，这就避免了外汇风险，对发行者和投资者双方都有利。

②货币择权债券。这是欧洲债券市场的一种创新债券，投资者可以在每次利息支付日之前，选择支付利息的货币。而选择的货币以及货币的汇率都在债券发售时确定。如某投资者购买美元—英镑择权债券，支付利息可选择美元，也可选择英镑，开始确定汇率是＄1.50/￡1.00。如果本金是＄1000，利率是10%，当现在的汇率变成＄2.00/￡1.00时，投资者会选择英镑作为付息货币，此时可获得利息￡66.67，按现在的汇率换得＄133.34，比原先汇率多得＄33.34利息。如果现在汇率变成＄1.2/￡1，投资者便选择美元支付利息，仍得＄100利息。这对投资者而言便避免了汇率变动的风险。

③与另一种货币挂钩的债券。该种债券的面值为一种货币，而发行和与将来偿还都按挂钩的另一种货币计算，如果投资者因汇价变动受到损失，由发行者补偿。该种债券由世界银行首次发行，为欧洲美元债券，为期7年，年利息为6.625%，购买和将来偿还都用美元结算，同时规定美元与瑞士法郎挂钩，若期满时美元贬值，世界银行要支付美元补偿投资者的损失。

3. 债券发行市场的组织方式

债券发行市场有了参加者，债券工具，还需要一种把参加市场的双方联系起来，以便把债券工具销售或卖出去的市场组织方式。债券发行市场用“有形”的柜台和非特定的“无形”市场组织方式销售债券。

第一，“无形”市场组织方式

“无形”市场组织方式包括筹资者自己直接发行债券的方式，当筹资者自己直接向投资者推销债券时，没有特定的场所，可在街头及其他公共场所销售债券或直接同单位达成债券成交协议。在非特定的场所也包括筹资者同证券承购公司、受托人、财务代理人、担保人联系、谈判、达成某种业务协议的方式，还包括证券承购公司在非特定的场所销售债券的方式，等等。

第二，“有形”柜台方式

柜台方式是指在柜台上销售债券的方式(又称店头方式)。当筹资者委托证券公司、银行、信托投资公司承购推销债券时，这些金融中介机构向投资者推销债券多在柜台上进行，当然也有通过电话、电

报、电传、电脑等电讯设备成交的,或去街头等公共场所向投资者推销债券。

三、债券发行的条件

债券发行条件是指债券发行者在以债券形式筹集资金时所涉及的各项条款和规定。债券的发行条件包括许多内容,有发行金额、期限、偿还方式、票面利率、付息方式、发行价格、收益率、发行费用、税收地位、有无担保10项内容,下面依次加以介绍。

1. 发行金额

债券的发行金额的确定与筹资者所需资金的数量、资金市场供求情况、债券种类、该种债券对市场的吸引力以及筹资者的资格、信用、知名度等有密切关系。发行额多少为适主要由承购公司根据自己的专业性判断向发行者提出建议,如果发行额定得过高,不但影响其他发行条件,还会造成销售困难,对该种债券以后进入流通市场也不利。发行金额一般都是事先确定的,但在市场行情经常变化的情况下,也有在发行前几天增减发行额的现象,在一些国家,银行等金融机构发行金融债券,往往不事先确定发行金额,而是卖出去多少算多少,把金融债券作为经常性的筹资工具(如同储蓄、存单)使用。

2. 期限

从债券的发行日起到还本日止的时间,称为债券的期限。筹资者在决定债券的期限时,要考虑的因素主要有:

第一,筹资者的资金需求性质

债券发行者发行债券是为了满足特定的资金需求。企业发债筹资投资建设生产项目,在该项目投产盈利以前本金是很难偿还的,偿还时间一般不会短于项目建设的时间,除非它另有资金来源可用于还债。因此,债券的期限一般要等于或长于项目建设时间。企业发债筹集流动资金时,其期限就相应短些。因此债券的期限一般与资金的需求性质相适应。

第二,筹资者对未来市场利率水平的预期

如果预测市场利率今后将会下降,筹资者就会考虑尽量缩短债券的期限,发行短期债券,以便在将来以较低的利率发行新的债券,从而降低整体筹资成本。如果预测市场利率今后将会上升,筹资者就会倾向于发行期限较长的债券,以避免市场利率上升而带来新的筹资成本的上升。

第三,交易市场的发达程度

证券交易市场是否发达,是影响债券期限设置的主要因素之一。证券交易市场发达,变现容易,投资者就敢于购买长期债券,在手头资金短缺时可以很方便地将债券变换成现金。如果证券交易市场不发达,债券难以转让,投资者存在后顾之忧,长期债券就难以推销,筹资者只能发行期限较短的债券。

除以上三个主要因素外,物价变化情况、债券市场上其他债券的期限构成以及投资者的心理状态、储蓄倾向也是债券发行者在确定债券期限时需要认真考虑的因素。

3. 偿还方式

债券的偿还方式是由债券发行者发债时公布的章程、备忘录或说明书明确规定的偿还条款决定的,有还本、债券替换、转换股票三种方式。

第一,还本方式

还本方式又可分为期满还本、期中还本、滞后还本三种方式。

(1)期满还本。期满还本是指在债券到期时偿还债券本金的一种方式。

(2)期中还本。期中还本是指在到期日之前偿还债券本金的一种方式。主要有:

①强制性赎回。举债者在发行债券时就明确规定强制性赎回条款。目的是为了保证公司拥有一定的现款时,减少负债,从而减少利息支出。

②选择性赎回。这是指发行者享有在债券到期之前以相当于或高于票面值的价格直接向债券持有人赎回部分或全部债权的权力。采用这种方式,有利债券发行者随时根据自己的财务状况调整其债务结构;有利于在市场利率下降时,发行者能够赎回按较高利率发行的债券,再按较低的利率发行新债券,减轻其利息支出

③提前售回。发行者在发行债券时就明确规定投资者有权选择在债券到期前的几个指定日期,按约定价格将债券回售给发行者。这就给了投资者一种选择权,便于投资者调整资金运用策略,这就增加了债券的吸引力。

④定期偿还。这是指债券发行后,经过了宽限期后,每隔一定时间定期偿还一定金额,到债券到期时,还清剩余部分的一种方式。期限较长的债券一般都采用这种方式偿还债券本金。

(3)滞后还本。滞后还本是发行者在发行债券时就规定了投资者有权在债券到期后按原定利率继续持有债券,直到一个或几个指定日期再偿还本金的一种方式。这一规定对筹资和投资者双方都有利,它使筹资者在需要继续发债和投资者愿意继续持有时,省去新发债券的麻烦,也使投资者能够灵活地调

整资金运用结构。

第二，债券替换

债券替换是指用一种到期日较迟的债券来替换到期较早的债券。一般是用新发债券兑换未到期或到期的旧债券。债券替换的目的主要是：在市场利率下降时用利率较低的新债券替换原来利率较高的旧债券，以减少举债者的利息负担；用期限较长的债券代替期限较短的债券以延长债务期限；肃清对发行者有不利因素的旧债券。

第三，转换股票

转换股票是指举债公司用自己的股票来兑换债券持有人的可转换公司债券。采取这种偿还方式的举债公司，必须在发行债券时就规定转换条款，确定这种债券在转换应兑换的股票种类，兑换价格及可选择的兑换时间等条款

4．票面利率

债券的票面利率是指发债者一年向投资者支付的利息占票面金额的比率。票面利率的高低直接影响着债券发行者的筹资成本，是债券发行条件的重要内容。债券发行者在确定票面利率水平时要考虑的因素主要有：

（1）债券期限的长短。期限较长投资者负担的市场风险较大，票面利率也就较高一些；反之，期限较短，投资者负担的市场风险较小，票面利率也就相应较低。

（2）市场利率水平。这主要是考虑多数投资者可以接受的利率水平，避免票面利率定得过高。

（3）债券的信用。如信用级别高，则可以相应降低票面利率；反之则相应提高利率。若市场上无公开评级制度，就应考虑发行者本身的社会知名度、有无担保条款等来确定票面利率水平。

（4）利息支取方式。单利、复利和贴现利率对投资者的实际收益水平和发行者的筹资成本的影响是不同的。到期一次付息和分期付息对投资者实际收益水平和发行者筹资成本影响也是不一样的。在实际收益水平已定的情况下，按单利计息的票面利率应高于按复利计算的票面利率；到期一次付息的票面利率应高于分期付息的票面利率。

（5）证券管理当局对票面利率的管理和指导。

5．付息方式

债券的付息方式是发行者在债券的有效期间内，一次或按一定的时间间隔分次向债券持有人支付利息的方式。发行者在选择债券付息方式时，要把降低筹资成本与增加债券对投资者的吸引力结合起来。一般把债券的付息方式分为一次性付息和分期付息两大类。

（1）一次性付息。一次性付息又有两种形式，利随本清方式，即在债券到期时利息连同本金一次付给债券持有人；利息预扣方式，即投资者在购买债券时就获得了利息，以后只能获得本金。此种情况下，投资者购买债券时只交付票面额与利息收入之间的差额的款项。

（2）分期付息。分期付息有按年、半年和按季付息三种形式，分期付息对筹资者和投资者双方都有些好处。对筹资者来说，分期付息可以减轻集中付息的压力，能在债券的有效期内平均分摊利息负担。对投资者来说，每年都能获得现金利息收入，有利于调整资产结构。

6．发行价格

债券的发行价格，是债券投资者认购新发行的债券时实际支付的价格。举债人在准备发行债券时，通常要按市场收益率来确定债券的票面利率，但资金市场的利率是不断变化的，市场收益率也随之不断发生变化，市场收益率在短时间内可能上升或下降。从而使事先确定的票面利率与债券发行时的市场收益率发生差异，如果仍按票面值发行债券就会使投资者得到的实际收益率与市场收益率不相等。因此，需要调整债券发行价格，以使投资者得到的实际收益率与市场收益率相等。债券发行价格的计算公式随利息支付方式的不同而不同，下面仅以单利计息、按年付息的方式来说明债券发行价格的计算公式：

$$\text{发行价格}=\sum_{t=1}^{n}\frac{\text{年利息}}{(1+\text{市场收益率})^t}+\frac{\text{面值}}{(1+\text{市场收益率})^n}$$

式中 n 为债券期限。

设有 10 年期债券，面值为 100 元，票面利率为年息 6%，按年付息。当市场收益率正好等于票面利率时，则发行价格等于：

$$\sum_{t=1}^{10}\frac{6}{(1+0.06)^t}+\frac{100}{(1+0.06)^{10}}=100(\text{元})$$

这时发行价格正好等于面值，投资者花 100 元买进这张债券，便可获得与市场收益率相等的收益率。这种按面值发行债券的方式叫平价发行。

当市场收益率高于票面利率时，如为 10%，投资者不会按面值购买债券，因为按面值购买债券，投资收益率等于票面利率，低于市场收益率，投资者无

法接受。若发行者想出售自己的债券，必须按低于面值的价格发售，以使投资者获得与市场收益率相等的投资收益率。此时债券的发行价格应为：

$$\sum_{t=1}^{10}\frac{6}{(1+0.1)^t}+\frac{100}{(1+0.1)^{10}}=75.5(\text{元})$$

这种按低于面值发行债券的方式叫折价发行。

当市场收益率低于票面利率时，如为4%，仍按面值发行债券，投资者必然乐于购买，但发行者就要承担不必要的筹资成本。此时就要相应提高债券的发行价格，仍然保证投资者得到与市场收益率相同的投资收益率。提高后的债券发行价格为：

$$\sum_{t=1}^{10}\frac{6}{(1+0.04)^t}+\frac{100}{(1+0.04)^{10}}=116.2(\text{元})$$

这种按高于面值发行债券的方式叫溢价发行。

7. 收益率

债券的收益率是指投资者获得的收益同投资总额的比率。按年计算的比率叫年收益率，按月计算的比率叫月收益率，按日计算的比率则叫日收益率。通常用年收益率来表示债券的收益率。投资者在购买新发债券时，首先要考虑的就是购买该债券的收益率如何，只有将该种债券的收益率同其他种类的金融资产的收益率进行比较才能决定投资该种债券是否有利，以决定是否购买该种债券。决定债券收益率的因素主要有利率、期限和购买价格。一般来说，不同债券，以上三个要素是不同的，因此其收益率也就不一样，债券的收益包括三个部分：利息收入，资金损益，利息再投资收益。只计算利息收入同投资本金的比率叫现行收益率，计算公式为：

$$\text{现行收益率}=\frac{\text{年利息额}}{\text{债券发行价格}}$$

如一张面值100元，票面利率为年息9%，按年付息，发行价格为98元的债券，其现行收益率为：

$$9/98=9.18\%$$

现行收益率是一种简略的、局限性很大的简单收益率，它只考虑在购买债券时支出多少本金，能获得多少利息，而忽略债券在偿还与购买时所发生的资金损益与资金时间价值两个重要因素。

把资金损益也考虑在债券收益中，在利息收入中加上资本损益而计算出的收益率叫最终收益率。其计算公式为：

$$\text{最终收益率}=\frac{\text{年利息}+\text{资金损益}/\text{期限年数}}{\text{债券发行价格}}$$

如在前面的例子中，最终收益率为：

$$(9+2/10)/98=9.39\%$$

在利息收入、资金损益中再加上利息再投资收益而计算出的收益率为实效收益率。其计算公式为：

$$\text{实效收益率}=\frac{C+C(1-\frac{1}{N})I+\frac{R}{N}}{P}$$

式中：N为期限；P为发行价格；R为资金损益；C为年息；I为年息再投资收益率。如在前面的例子中，设年息再投资收益率为8%，则实效收益率为：

$$\frac{9+9\times(1-\frac{9}{10})\times0.08+\frac{2}{10}}{98}=10.05\%$$

8. 债券的税收效应

对债券收益征税的税率高低是影响债券收益的重要因素之一。涉及债券收益税收的有利息预扣税（或收入所得税）和资本税。利息预扣税是支付利息的人在向债券持有人支付利息时预先就扣除债券持有人应向政府缴纳的税款。然后将扣下的税款集中上交当地税务部门。一般来说，各国都对政府发行的政府债券免征利息预扣税，对一些金融债券，企业债券也免征利息预扣税；而对另一些债券则征收利息预扣税，当然税率有高有低。我国对购买国库券、金融债券所得的利息收入免征利息收入所得税。

资本税是指出售债券时对卖出价格（或持有到期满时偿还价格）与买入价之间的差额收益所征收的资本收益税，这些资本收益税主要是对自然人征收的。

债券的税收作用与债券的收益关系很大，投资者在考虑购买债券时，十分关心债券投资所获得的收益在扣除税款后的净额。如果甲、乙两种债券其他方面的条件相同，但甲债券的利息和资本收益税率较乙债券低，投资者就会购买甲债券而不是乙债券；或甲债券票面利率较乙债券低，但甲债券的利息预扣税率，比乙债券低，甲债券的利息收入扣除税款后的净利息所得比乙债券高，投资者也会购买甲债券而不是乙债券。这就是为什么一些投资者乐于购买利率较低的政府债券，而不去购买利率较高的企业债券的原因之一。

9. 发行费用

发行费用是指债券发行者支付给有关债券发行中介机构、服务机构的各种费用，包括最初费用和其中费用两种。最初费用有干事承购团的手续费、支付机构的手续费、登记费、印刷费、担保费、广告费、律师费、上市费等。期中费用有利息支付费、每年的上市费、本金偿还支付费等。在债券发行费用中，干事承购团手续费、支付机构的手续费等各项费用，在债

券市场上都有明确的规定。这些费用主要是根据发行者的信用等级、债券期限确定的。例如发行日元债券,在东京市场上承购手续费为本金的1.5～1.6%,在欧洲市场上为1.75～2.0%,都是比较固定的收费标准,发行者应该遵守。但印刷费、广告费、律师费等其他费用并没有规定的收费标准,发行者应当尽量争取减少这方面的费用开支。债券发行费用种类繁多,既有一次性的也有多次性的,因此,债券发行者在发行前就应该同债券发行有关各方认真谈判,取得一致意见,并书面记录在协议中,以避免日后同有关各方发生争执。

10. 有无担保

发行的债券有无担保是债券发行的重要条件之一,由信誉卓著的第三方担保或发行者用自己的财产作抵押保证债券的还本付息对投资者来说,安全性大,风险小,购买比较放心。无担保债券一般是由政府、大金融机构、大企业发行的,这些发行者信誉卓著,投资者比较乐于购买这些发行者发行的无担保债券,而中小企业发行的无担保债券对投资者来说,安全性相对差些,风险较大,投资者购买的积极性不高。因此,中、小企业一般都发行有担保的债券。

第三章　债券发行方式

一、债券发行方式

债券的发行是指把债券从发行者手中转移到投资者手中的过程，其方式有三种分类：从发行对象的范围大小看，分为公开发行（公募）与私下发行（私募）；从是否有证券发行中介机构的参与看，分为直接发行与间接发行；从发行条件及其投资者的决定方式看，分为招标发行和非招标发行。

1. 根据发行对象的范围划分

公募与私募的划分其基本依据是债券发行对象的多寡。

第一，公募发行

以不特定多数人为募集对象公开发行债券，称作公募发行。其涵义包括两点：

（1）债券发行的对象面不是少数的、有限的某些投资者，而是多数的投资者。各个国家对“多数”的规定不一样，如美国要求在35人以上；日本要求在50人以上。

（2）多数的投资者应是不特定的对象。所谓不特定，就是不明确、不限定哪些人是债券的发行对象，而是任何投资者都可以购买。

由于公开募集债券涉及到众多的投资者，其社会责任和影响都很大，为了保证投资者的利益，各国都对其发行规定比私下发行更多的限制，要求具备更高的条件。为了防止发行者虚报情况，进行欺诈，给投资者造成损失，许多国家的法律都规定在发行公募债时，必须向主管机关提交债券发行注册申报书，公开公司内部财务情况，以供投资者作出适当的投资决策。要求接受证券评级机构的资信评定，有时需要提供抵押或担保，或者要求发行者的某些财务指标必须达到规定的标准等等。

公募发行债券的这些限制和要求，自然会提高发行者的发行成本。虽然如此，但是，它可以提高发行者在证券市场上的知名度，扩大社会影响，可以分散债务，避免大的债权人或持股者干预、控制集资者，可以筹集到巨额资金等。因此，其优点是主要的。很多发行者正是基于以上考虑，尽量创造条件，力争获准公募发行。另外，从市场经济的角度考虑，它真正体现了开放性、市场性的原则，可以通过众多投资者的市场选择，达到社会资金的合理流动和合理配置。由于债券具有市场性，它易于进入债券流通市场进行买卖转让，具有较高的流动性，这使公募发行易于被社会投资者所接受。

公募发行债券是世界各国通常采用的方式，尤其是和股票发行相比，债券绝大部分采取公募方法发行。因为债券的发行者不限于股份公司，发行对象也不必局限于公司股东或少数特定的第三者。美国证券交易委员会甚至强制要求某些债券，如电力、煤气、电信电话、制造等企事业的债券必须通过公募方法发行。美国债券中国债券的发行是百分之百的公募发行，公司债中大约70%是公募发行（1965～1983年平均数）。日本的债券发行中公募的比例很大，但在很多场合并不是对不特定的多数投资者发行债券，而是对特定的为数并不多的投资机构发行债券，因此，并不是通常意义上的公募。这是公募发行中的特例。

公募有直接和间接公募之分。发行者不通过中介机构直接向众多投资者公开募集即为直接公募，也称“自己公募”，而经由中介机构公开募集就是间接公募。直接公募最典型的例子是日本的“卖出发行”。所谓“卖出发行”就是发行者预先不确定债券发行总额，只规定债券发行条件和发行期间。在发行期间，譬如半个月、一个月内的任何时候，投资者都可以购买其发行的金融债券。到期实际发售的数量为本次证券发行的总额。卖出发行不存在证券发行失败的风险，对发行者比较有利。不过，这种方法适用性不广，因为有些集资者筹集资金特别强调其时间性、完整性。此外，发行者通过招标形式直接推售其证券时，采取的也是直接公募方法，这就是所谓的“公募招标”方法。证券在公募发行时，往往发行金额大，手续复杂，不依赖专门的发行中介难以完成。所以，在各种证券发行方法中，间接公募是最基本、最规范和最常被采用的一种方法。间接公募又有许多种具体的方法，如代销公募、助销公募、包销公募以

及招标公募等。间接公募最典型的是日本。日本的债券发行多数情况下由金融机构组成辛迪加承购团来承购。而金融机构吸收存款来购进债券，大多数金融机构从事整批而大量的债券投资。因此，公司债发行市场比较狭小，仅局限于金融机构范围内。所以，在日本，对于公司债的投资，都不是个人的直接投资，而是金融机构运用各种存款的证券投资。例如1984年由各种金融机构消化的债券中长期附利国债占45.5%；地方债占59.1%；政府保证债占69.4%；事业债占26%；金融债占12.7%。其原因是基于：其一，由于历史的原因，人们习惯于购买间接证券，而不愿意冒风险从事长期性固定投资。其二，日本证券市场尚未发达。

第二，私募发行

私募是相对于公募的一个概念，它指向特定的少数投资者发行债券。这里所谓"特定的"投资者，一般指与证券发行者有某种关系的对象，概括起来大致有二类：一类是个人投资者，例如使用发行单位产品的用户或发行单位自己的职工；另一类是机构投资者，如大的金融机构或是与发行人有密切业务往来关系的企业、公司等。私募发行方式具有以下特征：

(1)可以节省发行时间及注册费用。因为，不必向证券管理机关办理发行注册手续。

(2)可以节省承销费用。私募发行一般多采用直接销售方式，故承销费用可以节省。

(3)发行得到保证。私募发行有确定的投资人，所以一般不会发生发行失败的事情。

(4)私募债券一般不允许转让。但是有些国家规定，私募债券发行后，经过一定时间后也可以转让，不过有一些限制条件。例如，日本规定：①私募债券发行后两年内不能转让；②两年后若要转让，只限于在同行业的机构投资家之间转让；③转让必须事先征得发行者的同意。

(5)发行者要向投资者提供高于市场平均条件的特殊优厚条件，由于私募债的转让受到限制，而且在发行前发行人需要同投资人直接商谈，这样，投资者往往要求发行人提供一些特殊的优惠条件。

由于"少数"的界限则不好划定。投资者人数多少才算多数，多少才算少数，实际难以绝对化，由于这个限定概念不明确。公募和私募的区别也不是绝对的。例如，在欧洲债券市场上，几乎无法区分公募和私募的界限。

但在某些国家，因为法律上规定了私募投资者的人数限额，公募和私募的界限还是十分明确的。美国和日本就是这样。美国证券交易委员会规定，向35人以下的投资者募集证券为私募。日本证券交易法规定，"向未满50家的机构投资者募集"证券为私募。

私募发行的对象人数少，而且投资者对发行者的资信大都有所了解，尤其象股东、员工及金融机构等投资者容易获得发行者的有关财务信息，所以发行者不必像公募发行那样向社会公开内部信息、向主管部门提交发行注册申报书，也没有必要取得证券资信级别评定。在免受这些限制的同时，私募发行要接受另外一些限制。例如美国法律规定：

(1)投资者若超过35人，则这些投资者必须是"对投资的价值以及风险具有识明能力"的投资者(后改为"自卫力认定投资者")，它们包括：①银行、证券公司、保险公司等金融机构；②15万美元以上的大投资者；③纯资产超过100万美元，或年收益在20万美元以上的个人投资者；④具有500万美元以上资产的慈善团体等。

(2)发行者不得利用广告等形式公开募集劝诱；

(3)投资者购买的私募证券两年之内不得转让。

债券私募与公募发行一样也可分为直接私募和间接私募。但由于私募发行的债券，发行量都比较少，再加上应募者特定而有限，私募债券一般都由发行者自行办理发行事务，发行中介机构只作一些辅助性或服务性的工作。有些国家则明文规定，债券私募不得通过中介机构，例如美国。因此，在特定场合下，私募发行指的是直接发行。在美国的债券发行市场上，如表2.3.1所示，私募债券发行量是很少的。日本也有少量私募债券，它们有时称为"缘故债券"。所谓缘故债券，顾名思义，是向与发行者有某种缘因关系的投资者发行的债券，它包括四类：①缘故地方债，是没有资格发行公募债券的地方政府发行的债券，主要向当地金融机构发行；②私募公司债，是那些证券没有资格进入流通市场的中小企业发行的债券；③非政府保证券，是公社、公团、公库等公共机构发行的未经政府提供担保的债券；④私募日元外债，是在日本国内发行的外债中、信用度、知名度比较低下、不适合公募发行的超长期债券。在日本，由于私募债券的投资者基本上是金融机构，所以它实际上是贷款的一种变形。

表 2.3.1　美国债券公募与私募的比例
（单位 100 万美元，括号内为百分比）

年度	普通公司债		可转换公司债		合　计	
	公募	私募	公募	私募	公募	私募
1975	30162(74.8)	10166(25.2)	1331(99.5)	7(0.5)	31457(76.0)	10173(24.0)
1976	25220(61.2)	15990(38.8)	869 (87.2)	129(12.8)	26089(62.0)	16119(38.0)
1977	23717(57.3)	17689(42.7)	489(57.6)	372(43.3)	24206(57.0)	18061(43.0)
1978	20065(54.2)	16960(54.8)	401(95.9)	17(4.1)	20466(55.0)	16977(45.0)
1979	25609(64.0)	14383(36.0)	865(100)	0(0)	26414(65.0)	14383(35.0)
1980	39985(77.5)	11599(22.5)	4665(99.6)	20(0.4)	44650(79.0)	11619(21.0)
1981	34344(83.1)	6975(16.9)	4271(99.6)	17(0.4)	38.615(85.0)	6992(15.0)
1982	41696		3075		44771	
1983	43401		5866		48967	
1984	56207		3407		59614	

我国发行的债券也是公募居多，例如各类国债和金融债基本上是公募性质的。只有少量债券，如企业内部集资发行的债券，以及电力债券、冶金债券等重点企业债券接近于私募性质。

和公募相比较，私募除以上讲的可以节省发行时间和费用之外，还有以下一些优点：

（1）投资者数量有限，发行者可以按照特殊需要设定债券的金额、期限；

（2）可以使财务条件较差，不具备公募发行资格的集资者也能采取债券形式筹资。发行私募债券的企业往往是在公募发行市场上竞争力低、信誉差的中小企业。采用私募发行可以使其能按照需要筹集到资金。当然，也有些非常出名的大企业，它们利用与大机构投资者和金融机构的密切业务关系，也经常发行巨额私募证券，一来借此加强协作关系，二来可以节省发行费用。

私募发行的缺点是：

（1）不利于提高发行者的社会知名度和信用度；

（2）需要向投资者提供高于公募债券的利率；

（3）债券一般不能公开上市交易，缺乏流通性；

（4）因债务集中，发行者的经营管理易受少数投资者的干预。

2．按照是否有证券发行中介机构的参与划分

第一，直接发行

直接发行就是债券发行人不委托专门的证券发行机构，如证券承销商或投资银行，而是直接向投资者推销债券。直接发行具有一些优点，如不必向中介机构支付代理发行或承购包销费用，可以降低筹资成本，省时省力。但直接发行也有很多缺点，主要是：直接发行债券所筹的资金有限，即发行债券的数量有限。而且，债券集中在少数人手中，当发行人欲购回时，不易达到目的。另外，直接发行所涉及的事务很繁杂，从申报登记、资信评估、证募宣传到债券印制、运送、发售、登录和钱款收转等，需要专门的知识和技术经验以及众多的销售网点，花费大量的时间和人力。这对于一般的集资者来说，并不是件容易的事。特别是有些国家有这样的规定：如果集资者预定发行的债券数量在限定的发行期间不能如数发售出去，则发行不能成立。所以当一个公司欲发行的债券数量很大，而且债券级别不是很高，公司又缺乏这方面必要的技术，经验和销售网点，则采取直接发行方法，就有可能冒发行失败的风险。因而，只有那些信誉特别高的大企业和网点分布很广的金融机构才敢于采用直接发行方式来发行债券。象美国一些大企业，内部就设立有专门推售本企业证券的部门，拥有一批证券市场分析专家和证券推销员，有条件依靠

自己的力量发售自己的证券。

第二,间接发行

间接发行是指债券发行人通过证券中介机构进行的发行。随着债券筹资规模的扩大,发行者直接发行债券面临越来越大的困难。与此同时,在证券业中逐渐分离出一些中介机构,这些专门的机构利用其拥有的资金实力、机构网点、专门人才和信息情报,代理集资者发行债券,可以使债券发行得更迅速、更可靠,使债券发行市场运转得更顺利、更有效率。所以,在当今世界许多国家,筹资人大多需要证券发行中介机构的媒介,把债券卖给广大投资者,即采取间接发行方法。在间接发行的情况下,债券发行市场是由发行人、中介人和投资人三方面组成的。

间接发行债券,发行者要与发行中介机构签订发行契约。按证券中介机构承销责任的不同,间接发行又有以下两种形式:

(1)委托发行。又叫代理发行或代销。英文记作best efforts selling就是根据契约规定,发行中介机构只代理发行者推销债券,发行者向发行中介机构支付一定的委托手续费。但中介机构对销出多少不负责任,销不出去的部分仍返回发行者,发行中介没有购买余额或承诺包销的义务。运用这种方法,发行者虽然可以省去诸多事务,但仍有可能承担发行失败的风险。而对中介机构来说,这种方法虽然承担的风险小,但与包销相比,其收入也少。因此,中介机构一般不愿承揽非包销发行业务。实际上,这种发行方法在各国都很少采用。

(2)包销。英语为underwriting,就是发行中介机构保证债券发行成功。包销又分两种形式。一种是"承购包销",也叫"买入包销"或"总管包销"。在这种情况下具体过程是:发行者与中介机构之间不是代理关系,而是买卖关系。中介机构赚取的不是发行者支付的手续费,而是转卖债券的差价。发行者与发行中介签订购买合同,由中介机构先把发行者计划发行的债券全额买下,然后中介机构再全力卖出。卖不出去剩余的部分由中介机构保有。承购包销方法为那些信誉较差而又急需筹到资金的发行者提供了方便,但发行者必须付出较高的发行费用。包销的另一种形式是"余额包销",又叫助销,它是在发行者与中介机构签订发行契约时明确规定:中介机构先代理发行者推销债券,如实际推销的结果未达到发行契约所规定的发行额,其剩余部分都由中介机构买进。这种方法是先代理发行,后承购包销,是代销与包销的结合。它的特点是既能保证债券发行总额的完成,又能减轻发行者的费用负担和中介机构的风险压力,所以这种方法在外国很流行。美国和日本的企业发行证券多采用余额包销方法。

间接发行有很多优点,如可以使发行者省去直接发行的繁杂事务;筹集资金迅速、可靠;可利用中介机构的信用,扩大发行者及其债券的影响等。但是,间接发行的筹资成本要高于直接发行。从整个社会来看,由于间接发行的发展,促进了证券融资的专业化和高效率,因此,就整个社会而言,间接发行的发展会降低社会筹资的成本。

3. 根据发行条件及其投资者的决定方式划分

第一,招标发行

(1)招标发行概述。招标发行是债券发行者通过招标的方式来决定债券的投资者和债券的发行条件的发行方法,一般只适用于债券。招标发行是公开进行的,属于公募性质,故亦称"公募招标"。公募招标有时通过证券发行中介机构,有时发行者直接办理。

招标发行包括下面几个步骤。第一步,债券发行人为公开招标做准备工作,其中包括制订发行工作时间表,刊登招标广告,准备有关文件以及在适当的时候举行参加投标各银行经理会议,说明债券发行的有关情形。但是,发行人一般不接受银团投标条件。第二步,承销商参加投标。承销商必须按有关规定按时将标书寄送发行人或其代理人。第三步,发行人开标并决定承销所发行债券的承销商。

招标发行债券,对债券发行人有一些有利的方面:①发行人不仅能自由地决定发行条件,而且还能获得最高的发行价格。②可以发行数量较大的债券。

对发行人不利的地方是:①发行公司必须切实把握进度时间,不能中途变更或终止。②所需的费用比协商议价高。③如承销商认为市场情况对它不利,发行人所得的发行价格不一定比协商议价高。④在此种方式下,发行人需作出更多的推销努力。

招标发行分为两种形式,一是价格招标,二是利率招标。

(2)价格招标。价格招标也叫"竞价发行",就是发行者只确定债券发行额和债券票面利率,发行价格和认购额则由投资者投标,发行者从最高报价顺次选定投资者,直至达到预定的发行额。中标的投资者各以其出价认购所报出的认购额。若中标者的认购额超过了预定发行额,则按比例分配。价格招标对于投标者来说,投标技术很关键。如果报价过低,则有可能落标;但若报价太高,又会增加投资成本。下面是价格招标的一个具体事例。

事先确定:债券利率:8.0%。发行总额:5000万元。债券面额为100元。

招标结果,发行额5000万元、发行价格99.95元、99.80元、99.65元、99.50。

上例中,出价99.50元的投标者,因报价太低,未能购得债券;出价99.65元的投标者,因报价较低,未能如数购得债券;而出价99.95元和99.80元的投标者,虽招标金额全部中标,但由此支付的价款也比较高。

表2.3.2　价格招标指示

投标价格	投票金额(面额)	中标金额(面额)
99.95元	1000万元	1000万元
99.80元	2000万元	2000万元
99.65元	3000万元	2000万元
99.50元	4000万元	0

(3)利率招标。利率招标就是发行者只确定发行总额,利率则由投资者投标决定。发行者从投资者报出的利率中选出其中的最低利率作为债券发行利率;从最低利率起顺次选定投资者及其投资金额,直到达到预定的发行金额。若以某一中标利率投标的金额超过了预定发行额,则按比例决定各自的应募额。发行价格公式如下:

$$\text{发行价格}=\frac{\text{期限(日数)}\times\text{利率}+36500}{\text{期限(日数)}\times\text{最低投标利率}/100+365}$$

利率招标与价格招标的一个不同之处是:它对所有中标的投资者都按统一的价格和利率发行。现举一个具体事例说明:

发行预定额:6000万元

期限:3年(1095天)

招标结果:发行额:6000万元

利率:8.0%(取至最低投标利率的小数点后第一位)

发行价格:99.76元。

表2.3.3　利率招标

投标利率	投标金额(面额)	中标金额(面额)	购得数占投标数的比例
8.00%	3000万元	3000万元	100%
8.02%	3000万元	2000万元	67%
8.06%	2000万元	1000万元	50%
8.10%	3000万元	0	

上例意味着,所有中标者均以99.76元的价格购买年息率为8%的债券;报出8.10%利率的投资者因要求利率太高而未能购得债券,报出8.03%和8.06%利率的投资者因利率高于最低者8.00%的利率,故只分别购得全部投标债券金额的63%和50%。但报出最低者8.00%利率的投资者虽然投标金额全部中标,但所接受的发行价格却与8.00%的利率相比有些高了,因此,将会增加销售困难或者减少利润。但其他报出较高利率的投资者却并不因此而增加投资成本。

从以上看出,招标发行对发行者和投资者双方都是公平的,不过,一般只有那些信誉很高,对其证券有相当自信的筹资者才敢采用招标方法。在美国,一些公共、公益部门的债券被强制要求公募发行,如政府短期证券、政府长期国债等市场性公债以及电力、煤气等公司的债券。日本政府从1978年6月始,

2 年、3 年和 4 年期的中期附息国债也采用了公募招标方法发行,其具体程序是:①大藏大臣先提出招标的有关事项,进行国债投标的动员;②投标参加者向承办招标事务的日本银行提出投标金额、价格或利率;③大藏大臣根据日本银行的报告决定招标结果,然后由日本银行通知应募者。目前,被准予参加投标的全是金融机构,包括 13 家城市银行、3 家长期信用银行、64 家地方银行、44 家保险公司、23 家证券公司和 104 家其它金额机构。

第二,非招标发行(又称协商议价发行)

非招标发行是债券发行人与债券承销商或投资银行直接协商发行条件,以便最适合发行人的需要和现行市场状况。债券发行人可以根据以往发行债券的经验、类似的发行报告以及有关投资银行的帮助,与承销商确定最好的发行条件。

协商议价的公开发行包括四个步骤。第一步,发行人选择一家投资银行(又称主干事银行),商议募集资金的条件、方式、期限等。第二步,投资银行对债券发行者的资信,资金状况,发行要求等方面情况进行审核,以决定是否承销该笔债券。第三步,投资银行和债券发行人在意见一致的条件下,共同商议非正式的合同条件。合同内容涉及有关债券发行的各个方面,如发行数量、金额,初次发行的数量、金额、向有关证券管理机构申请办理登记的手续,债券的发行日期与结束日期以及对发行人多方面的限制等。第四步,投资银行邀请其他证券承销商成立承销辛迪加,并与发行公司订立"购买契约"。

协商议价公开发行的好处有以下两方面:

(1)承销商与发行人直接商洽,可以更多地了解发行人的情况,容易了解和掌握发行人的真实情况,这对于承销商来说,可以减少承销的风险,因而易于接受。

(2)对发行人而言,协商议价比公开招标更合理,证券的推销与利润把握性更大。这种发行方式的不足之处是:以协商议价发行债券时,发行者给予承销的补偿比公开招标高,他们对市场状况并非十分了解,因而很难取得优惠的发行价格。

二、债券发行程序

债券的发行程序因债券种类而有所不同,大致可划分为两类:一是公司债券的发行程序;二是政府债券的发行程序。

1. 公司债券的发行程序

公司债券的发行程序以发行人与承销人谈判为界,可以分为两个大阶段:第一阶段为债券发行的准备阶段,主要是公司内部就发行债券的金额,用途等问题进行研究决策;第二阶段为债券发行的实施阶段。

第一,公司债券发行的准备阶段

发行公司欲发行债券必须就以下问题进行研究、决定。

(1)制定发行文件。发行文件主要包括债券发行金融资金用途、期限、利率、发行范围、发行方式、公司现有资金、收益分配状况、筹资项目的可行性研究或经济效益预测、还本资金来源等。发行文件是债券发行实施阶段的基础,尤其是与承销机构进行谈判,确定发行内容的主要依据。制定发行文件是发行的首要环节,需要公司周密研究、科学决策。

(2)董事会决议。发行公司债,需要经董事会通过决议,而且要由 2/3 以上董事出席以及超过半数的出席董事通过方会有效。董事会的决议应决定公司债券发行的总额、券面金额、发行价格、利率、发行日、偿还期限和偿还方式等内容。董事会的决议必须在公司债发行前形成(实际中,董事会会议往往要与发行谈判穿插进行,因此,在时间上与以下过程有交叉)。

第二,公司债券发行的实施阶段

发行债券的公司在董事会就发行的主要事项形成原则性决议之后,就进入了债券发行的实施阶段。一般需经过以下几个步骤。

(1)债券的信用评级。公司发行债券首先要由证券评级机构对其所发行的债券进行评级。债券的信用评级,就是证券评级机构根据对债券发行人的基本经营状况分析评级。如对获得能力、资产价值,收入的安全性和稳定性以及公司的管理水平和公司前景等所作的统计分析,对债券的还本付息等适当地分类,并加以相应的符号代表其等级。

对于发行债券是否进行信用评级,各国要求并不一致。美国对发行债券的信用评级非常重视,规定发行债券必须经过评级机构的评级,否则不予批准。日本从 1973 年发行无抵押转换公司债以来,对发行此类债券的评级也做了严格的要求,就发行者而言,较高的信用评级对公司债券的销售无疑是一个再好不过的广告宣传,投资者一般愿意购买那些信用评级高的债券。不过,信用评级的实际影响远非这一点。较高的信用评级对于公司的进一步筹资,甚至公司产品的销售都会有很大的帮助。对于投资者来说,信用评级能起到保护他们利益的作用。不过,评级机

构一般只对投资者负道义上的义务，不负法律上的责任。债券评级机构只是对发行者信用等级的评定，不是向投资者说明该项投资是否合适，更不是对购买、销售或持有某一债券的褒贬。信用评级只是针对某一次债券发行而言，发行者在一定时期内发行几次债券的信用评级就不一定相同。

（2）发行人与承销人谈判、确定发行的主要内容。发行人与承销人（在美国多是投资银行，在日本则多是证券公司），就承销问题举行各种会议，以决定发行的主要问题。

①决定发行债券的总额。一般都由发行公司与投资银行协商最后确定。

②决定债券的发行方式。决定是直接销售还是公开发行。直接销售对发行公司有利，不仅能迅速获得资金，而且发行成本低，在利率一致时，公司倾向于直接销售。不过，相对来讲，公开发行有使发行利率降低的功能，在发行金额巨大时更是如此，哪种发行方式更合适，须发行公司会同投资银行等协商决定。

③就发行条件达成协议。投资银行与发行公司进一步就发行条件协商达成协议，该协议中应包括发行数量、债券到期日、利息率及投资银行的报酬等。发行债券利息率的高低，依公司的财务状况及公司已发行债券利息率水平等因素决定。

④确定承销方式。选择决定投资银行承销债券的方式。对投资银行（或证券公司）而言，当债券风险太大时，选择非包销发行更有利。如发行公司地位稳固，债券对投资者吸引力大，选择全额包销方式发行销售债券更合适。

（3）组织承销辛迪加。如果发行债券的数量颇巨，投资银行将组成承销辛迪加。在发行债券数额非常巨大时，参加承销辛迪加的银行则可能多达100家。

（4）申报发行及办理各种发行手续。在多数国家，公司发行债券都须向主管部门申请注册，未经批准不得发行债券。申报发行多是由承销机构代为发行人办理。在美国，管理证券发行和交易的机构是证券交易委员会。该委员会的职责是管理证券发行，通过向公众提供有关发行人的资料，保护投资者的利益。根据委员会的有关规定，发行公司在正式销售债券前20天就应向该委员会提交有关文件，未经批准，任何公司不得发行任何债券。

具体要办理以下几种发行手续：

①呈报债券发行申报书。

②债券发行公告。由债券承销团干事证券公司与受托银行组成发行会（起债会），对所发行的债券种类、发行条件等内容作最后的审核确认，然后正式向社会公告。与此同时，募集也正式开始。

③印制债券认购申请书。有的国家要求承购者必须填写认购申请书，如日本商法301条规定，“债券认购者应于债券认购申请书上填写认购债券的金额、住所并署名”。所以，必须印制债券认购申请书。申请书通常由承销机构印刷。

④公布发行公告。

（5）向公众出售债券。在正式销售开始前，投资银行就可以与一些可能的投资者达成暂时的协定。债券的正式公开出售也称作“开帐”。同股票的发行一样，开帐后，管理人接受对发行债券的预约。若需求甚多，则帐册立即关闭，并宣布发行已超额预约，称该笔发行为“飞出窗户”。反之，则可能延长发行期限。若银行对市场判断完全错误，或者利息率在发行利息率决定后上升，银行则可能降低债券的价格，并承担一切损失。

2. 政府债券的发行程序

政府债券与公司债券相比有很多不同之处，其主要特征是发行数量大、信誉高，发行次数多，因此，无论在发行方式上还是在发行程序上都有独特之处。

第一，政府债券的发行特征

（1）发行量大。西方国家的政府债券在证券市场上占有重要地位，例如1980年10月美国政府短期债券（国库券）和政府机构短期债券未偿金额共达13410亿美元，约是货币市场的79.7%，政府中、长期债券1983年达14110亿美元，占资本市场的18.8%。80年代初平均每年新发行国债券达数千亿美元。日本长期附利国债1984年发行6.03兆日元，地方债和政府保证债共达3.4兆日元。以上表明，西方国家每年都发行数量很大的政府债券。

（2）承销机构多。由于政府债券的发行量大，仅由几家机构承销是不可能的。因此，各国承销政府债券的机构很多。例如日本的国债由于每次发行数量很大，因此必须由许多金融机构应募承销。1966年1月发行的一笔国债的承销辛迪加，就是由29个不同类型的金融机构组成的。其中除4家证券公司外，仅都市银行就多达13家。至于政府担保债券的发行，则以长期信用银行等为募集受托公司，组成承销辛迪加。地方债券的发行，以银行为募集受托公司，承销辛迪加的参加者包括证券公司和银行。美国的情

况也是如此,往往是很多投资银行联合起来承销一次政府债券的发行。据统计,美国新发行的国库券大约有 2/3 是由大银行和经营政府债券的证券商购买。

(3)发行次数多。日本的长期国债每月都发行,中期附息国债发行时间不固定,国家视情况随时都可以发行。短期国库券每周一、三、五发行。美国的国库券每周的星期四发行 3 月期和 6 月期国库券各一批,1 年期国库券每月发行一次。美国中长期国债,2 年期债券每月 20 日发行,4 年期债券每季度每 2 个月的月底发行。3 年、7 年、10 年、25 年及 30 年的债券在每个季度的季中日发行。

(4)多采用公募的方式发行。日本公债多采用公募发行,但特殊债(特殊债是指集团企业基于特殊法律所发行的债务。其中包括公共企业、公团、公库等政府机构发行的公共事业债券、公团债券和公库债券等。金融债除外)多采用非公募发行。美国的国债绝大部分采用公募发行。

(5)公募发行以公开投标方式为主。美国的中长期国债有两种发行方式,一种是认购方式,一种是拍卖方式。以后一种为主。国库券也以公开投标的方式发行为基本形式,有关发行的事宜均由纽约联邦储备银行代为办理。投标分为两种:其一是竞争性投标;其二是非竞争性投标,就是投标人在标书中写明其愿意购买国库券的价格。竞争性投标对投标人的好处是,能够事前知道投资人从该笔国库券的收益。其缺点是,投标人有时报价可能太低,有不能中标的风险,财政部有拒绝接收投标的权利。所谓非竞争性投标,就是投标人在标书中不明确规定其购买国库券的购买价格,该投标人的购买价格以财政部所收到的竞争性报价的平均数为基准。这种方法对投标人的好处是,投标购买的数量一般能得到满足。因为财政部一般都接收非竞争性投标。非竞争性投标的缺点是,投标人对于投资于该笔国库券的收益到底是多少,在开标前无法知晓。日本中长期国债采用公募投标和私募定率两种发行方式,大部分是前者。短期国债全部采用公募投标方式发行。

第二,日本政府债券的发行程序

日本政府债券分三大类:即长期国债、中期国债和短期国债。

现分别介绍各自的发行程序:

(1)长期国债的发行程序。长期国债的发行程序大致如下:

①大藏大臣(财政部长)根据《国债法》决定每月的发行额和发行条件。

②举行起债(即发债)例会。长期国债每月都发行,故例会为每月一次。例由参加承购集团的金融机构的常务董事和高级常务董事一级的人员参加,在该会议上对国债的发行额、发行条件等按惯例进行审核。

③签订承购合同。经审核并取得认可后,由作为国家代理人的日本银行与承购集团之间签订承购合同。

④签订承购集团内部合同。

⑤正式开始发售债券。

⑥发行结束后,到了付款日,日本银行接受承购集团成员交来的债券款项,并将款项汇总一并上缴国库。

(2)中期附息国债的发行程序(采用公募投标方式时)。

①大藏省根据资金需求情况以及市场情况决定发行时间、发行额度和招标的有关事项。

②通过日本银行向有关的金融机构和证券公司发布招标时间、数额、条件等。

③委托日本银行组织招标。

④投标机构填写投标意向书。参加投标的机构要填写投标意向书,在意向书中写明自己所希望的承购价格或收益率以及承购额度。

⑤裁定中标者。日本银行汇总投标情况,将投标结果报告大藏省,大藏省根据日本银行的报告,裁定中标者。

⑥日本银行将中标结果通知中标者。

⑦中标者向一般投资家销售债券。

⑧到了付款日,日本银行接受各承购单位交来的债券款项,并将款项汇总一并上缴国库。短期国债发行程序与中期国债的发行程序相差不多。

第三,美国政府债券的发行程序

美国政府长、中、短期债券的发行程序差别不很大,现以国库券的发行程序为例,说明美国政府债券的发行程序。

国库券的发行程序大致如下:(参见:金颖等著《债券的发行与转让》,中国金融出版社,1990 出版)。

(1)认购者索取投标单。美国财政部通常于每星期四宣布七日后发行国库券的数量、期限等情况,愿意认购者可以向联邦储备银行或其分行索取投标单。投标单主要包括下列各项内容:

①所希望购买的国库券数额。

②注明期限别,如 3 个月、6 个月或 1 年期等。

③注明参加竞争性投标或非竞争性投标,如果为竞争性投标,则要注明年收益率。

④注明所购买的国库券到期时,是否愿意再进行投资。

⑤投标人的姓名及通讯地址。

⑥投标人的社会安全号码。

⑦投标人在一般营业时期中的电话号码。

投标单填好后,投标者可将投标单自行送到各联邦储备银行或其分行,也可以委托他人或金融机构代为提出,另外也可以用通讯投标方式将投标单直接邮寄到联邦储备银行。采用通讯方式时,必须在信封下端注明"参加国库券投标"字样,以利及时处理。直接向联邦储备银行提出,则不收取任何费用,通过其他金融机构代为提出要收取一定的服务费。

(2)联邦储备银行接受投标单。美国各联邦储备银行在每一个营业日的上午 9 时至下午 3 时,接受国库券的投标单。但是最迟在下周星期一纽约时间下午 1 时以前,投标单必须送到各联邦储备银行,下午 1 时以后,即停止接受投标。

(3)决定中标者及中标价格。联邦储备银行及其分行停止受理投标以后,即将投标单按照年收益率从低到高的顺序加以排列,提请财政部进行分配。财政部首先分配给准备继续投资的外国政府机构及联邦储备银行,以替换即将到期的旧国库券;其次分配给所有非竞争性投标者;而后再分配给竞争性投标者,按照收益率由低到高的顺序分配,直到原定的发行数额售完为止。竞争性投标者按照各自中标的收益率认购债券,最后中标者其收益率最高。然后再根据竞争性投标者的中标价格计算平均价格,作为非竞争性投标者的中标价格。

(4)由财政部宣布投标结果。财政部于星期一晚上宣布投标结果,宣布内容包括各方标购的数额以及财政部接受的数额,最高、最低和平均收益率以及按最高收益率中标者认购数额的比例。以上内容通常刊载于次日的报刊上,同时由联邦储备银行通知投资者是否中标。

(5)财政部正式发行国库券。投标结果在星期一宣布之后,财政部于同一周的星期四正式发行国库券,中标者必须于该日或该日前,向联邦储备银行交款。交款的方式有两种:①以现金或联邦储备银行的付款支票缴纳;②以到期的国库券调换新发行的国库券,其差额多退少补,多退少补部分支付现金。

认购者交款后,财政部为每一个认购者开设一个帐户,登载其购买国库券的数额等,并于国库券发行日后,四至六周内,给认购者邮寄一份对帐单。

由于国库券是以登记形式发行的,因此到期时可以自动赎回。财政部委托银行将相当于该国库券面额的支票邮寄券商购入国库券时,到期时款项的支付按照投资人在购入时的约定办理。

三、债券发行成本

债券发行成本是指发行人为筹集一定的资金所支付的除了债券票面利率以外的各项费用。债券的发行成本可以分为广义与狭义,所谓广义的发行成本包括支付债券的利率和为使债券到达投资者手中所发生的费用两部分;狭义的发行成本是指后一部分,我们这里的发行成本集中研究狭义内容。债券发行成本费用的范围包括发行价格与票面面额的差价,发行与收回债券手续费、印制费,宣传广告费,担保费及其它有关必须支出的费用。

1. 发行价格与票面面额

发行价格与票面面额是两个不同的概念。发行价格是指以一定的价格在证券发行市场上出售证券。债券面额是指用于计算利率的金额,二者往往是不一致的。发行价格可以低于或高于债券的票面金额。这与发行者和承销机构的信誉、市场供求状况以及债券利率的高低等情况有关。发行价格低于票面金额称为低价发行,在多数情况下,债券是低价发行(股票则很少有低价发行的),低于票面金额部分实际上是发行成本的构成部分之一。如果债券发行价格高于票面金额出售,称为溢价发行,溢出部分实际上降低了发行成本。如果债券发行价格与票面金额一致,则称为平价发行。那么发行成本中就无需考虑这个因素。目前国内一般是按票面金额发行,即平价发行。

2. 债券印制费

债券印制费是指印制债券书面凭证的费用。债券的印制费与债券印制质量的好坏有关。债券印制费中包括债券设计费、制版费、纸张费、油墨费等。债券印制费中设计费、制版费与债券面额的种类有关,面额种类多,这类费用就大。在债券面额种类一定的情况下,印制费用与印制数量有关,印制数量越多费用越大,但分摊在每一债券上的费用则越低。面额数量一定的情况下,债券版面的大小与印制费用有关,版面越大费用越高。在面额、数量、版面一定的情况下,纸张质量与印制费用有关,质量高费用大,质量差费用低。债券如采取息票支付方式,即每年凭息票

支付利息。那么还应包括息票的印制费用。此外如果发行日期紧迫，需加班印制，还应考虑支付印制加急费用。

3. 承购包销及代理手续费

承购包销及代理手续费是指发行人支付给承销机构的发行费用。发行债券手续费是由发行者按发行债券的总金额的一定比例支付给债券发行的金融机构。此外手续费中还有记名式债券如已转让，还须支付过户手续费给办理该项工作的金融机构。手续费的多少与债券发行方式有关。在一般的情况下受托单位的发行责任越大，手续费就越高。

在欧洲债券市场上承购包销手续费，固定利率债券一般占发行额的2—2.5%；浮动利率债券一般占发行额的1.25—1.75%。承购公司实报实销费用通常是7万美元左右。财务代理人费用（初期加上期中）通常是6000～1万美元。手续费还包括支付利息手续费和偿还本金手续费，在欧洲债券市场上前者通常占支付利息额的0.25%。后者通常占偿还本金额的0.125%。

4. 宣传广告费

为了使广大社会公众了解发行人，扩大影响，保证发行债券公司能及时发行债券。筹足所需资金，必须要花费一定的宣传广告费用，特别是一些社会公众不够了解的企业更是如此。宣传广告费用根据企业的社会知名程度，宣传广告的范围和形式，债券发行额的大小所决定。在一般的情况下，企业知名度低这类费用就高。广告的范围广，债券发行额大，企业的宣传广告费用支出就大。宣传广告的形式不同，支付的费用也不同。如报刊杂志、电台、电视台的广告收费各不相同。支付一定数额的广告费用不仅对于债券发行有利，而且对于促进企业的生产发展也有积极的作用。

5. 律师费

发行债券涉及到很多法律问题，因此，发行人在发行过程中必须聘用律师来处理有关的法律问题，为此需要支付一定的费用。律师费的高低与所聘律师的社会影响知名度、能力有关，也与发行人的企业规模、社会影响以及发行数额有关。例如，在欧洲债券市场上发行债券的律师费用通常是3～5万美元。

6. 担保费用

企业发行债券如采用其它经济实体担保发行的方式，由于担保企业承担了发行债券企业到期如果无力归还时由其偿还的责任，因此发行债券企业需根据担保额支付一定比例的担保费用。

7. 资信评级费用

资信评级费用是发行人为发行债券而进行评级的费用。资信评级费用一般与发行额无关，以次计费，如日本国家具有国际影响评级机构的费用是：

（1）评级摸底：亚洲地区——150万日元，亚洲以外地区——200万日元；

（2）预评级加上正式评级（第一次）：亚洲地区——600万日元，亚洲以外地区——700万日元。

（3）第二次评级：①在上次评级的一年之内，亚洲地区——150万日元，亚洲以外地区——200万日元。②与上一次评级相隔一年以上，亚洲地区400——万日元，亚洲以外地区——500万日元。

8. 其他有关费用

为了有利于债券的发行，发行债券企业往往附加各种优惠条件，如提供优惠价的商品、旅游等等。这些优惠部分的费用，实际上也是证券发行成本的构成部分之一。除了上述费用外，还有发行证券所需的一些费用，如发行证券工作人员的工资开支，办公场所等各项不直接计入发行成本费用中的支出。

以上各项发行债券的支出构成了债券发行的成本。由于各个发行债券企业和发行债券种类不同，企业信誉不同、发行额不同、债券印制质量的要求不同。因此各项费用支出的水平也各不相同。在上述各项费用中有些费用除了债券证发行外，还对企业的经营，产品的销售起到积极的作用。

第四章　债券的评级与审核

一、债券的信用评级

1. 债券信用评级概述

第一，债券信用评级概念

债券信用评级是由专门的信用等级评定机构根据发行者提供的信息材料，并通过调查、预测等手段，运用科学的分析方法，对拟发行的债券质量、信用、风险进行公正、客观的评价定级活动。

第二，债券信用评级制度

信用等级评定机构都是不受政府控制并独立于债券发行者、投资者以及中介人之外的私营企业。它评定出的信用等级之所以得到广大投资者的信任，是因为证券评级机构的评级服务是在对有关资料进行广泛分析，保持独立决策程序和严守被评估者机密的基础上进行的。在评估时，评定机构要认真研究债券发行者的借款用途、期限、偿还方式以及偿还能力等，涉及到外国政府和企业发行的债券，还要对其进行国家风险分析，最后对债券的信用情况做出公正评价。评级机构对投资人有道义上的义务，无法律上的责任。它对某些债券所定的较好资信等级并不是向投资人推荐这些债券，同样，对某些债券所定的较差的资信等级也并不是阻止投资人购买这些债券，它所评定的信用等级只是帮助投资人在可对比的基础上对投资做出判断和决定。

债券的评级制度最早起源于美国，迄今为止，美国证券市场对证券评级的要求也最严格。1909年，美国人约翰·穆迪（John Moody）在《铁路投资分析》（Analysis of Railroad Investments）一文中首先运用了证券评级的分析方法。从那以后，证券评级的方法便推广开来，并为许多国家采用。现在，在世界上一些主要的金融市场上发行证券，一般都要经过国际知名的信用等级机构的评级，事实上，许多国家的证券法并不强迫发行者必须取得债券评级，但是由于在发达的证券市场上，没有经过评级的债券往往不被广大的投资者所接受，难于销售，因此，在债券市场上公开发行债券，除了信誉很高的国家政府债券发行者外，其他债券的发行者都自愿向证券评级机构申请评级。

第三，债券评级作用

（1）保护投资者的利益。债券评级的作用是通过将发行者的信誉以及偿还的可靠程度公诸于众，来保护投资者的利益。因为虽然证券法规定了发行者要公开与债券发行有关的财务信息及有关情况，但由于市场上证券品种多，公开的信息专业性强，所以除了专业性的证券商或证券研究分析家，一般的大众投资者往往无暇仔细查阅，也缺少专业知识去分析这些公开的资料。因此，证券评级机构使用简单易懂的符号，如A、B、C等。向投资者提供有关债券风险性的实质情况，供投资者作为债券投资的参考。有了证券评级机构对债券信用情况做出的评定，投资者即便不去查阅那些繁琐的证券发行说明书，只要参考和比较各种证券的信用级别及其变化情况，就能够根据自己的意愿来选择投资对象。比如，稳健的投资者可以投资于信用级别较高的证券，这样少冒风险，当然收益相对较低；着眼于收益率高的投资者可以选择级别较低的证券，其代价是冒较大的风险。可以说，证券评级是对信息公开制度的一种补充，其作用是为大众投资者正确选择证券服务，为保护投资者的利益服务。

（2）提供发行参考依据。债券评级的作用之二，是在发行市场上，为确定债券的发行价格或利率提供参考依据。由于投资者都追逐级别较高的证券，因此，债券的评级结果对债券的发行价格有决定性的影响。级别越高，债券还本付息的安全性就越好，所付的利息少，利率就越低。相反级别被定得越低，拖欠的可能性也越大，利率也就越高。

2. 债券的评级方法

第一，评级程序

（1）提出申请。债券评级首先由发行单位或其代理人向评级机构提出评级申请。例如计划在美国发行长期公募债券的发行者，在向证券交易委员会申请登记发行之前，大都事先与标准·普尔公司取得联系，提出评级申请，同时，为接受评级审查准备资料，而评级机构开始组织负责这项评级的工作小组。

小组成员由二人组成，一名是研究该产业情况的专家，另一名是财务分析专家。如果债券发行者是外国企业，还要找一名研究该国经济的专家参加该小组。

(2)讨论确定。债券发行者提交资料后，评级机构要用一至两周时间进行讨论，之后评级小组与债券发行者一起座谈，提出问题并要求逐一解答，以完成最后的分析，最后拟出评级草案提交评级委员会讨论。评级委员会由5至7名成员组成，通过投票评定出债券的级别，并同发行者联系征求意见。如果发行者同意，则此级别就被确定下来了。如果发行者不同意评级机构的评定时，可申明理由提请重评更改级别。这种要求重评的申请只限于一次。第二次决定的级别是不能再更改的。

(3)跟踪检查。评级机构对评定级别后的发行者，要对从发行到还清债券为止的整个过程进行追踪，并且做定期检查，以确定是否有必要修正债券的级别。如果认为有必要更改，评级机构将做出新的评定并将结果通知发行者和予以公开。对债券等级重新估价的程序与初次评级的程序完全相同。

第二，债券发行者向评级机构提交的资料

债券发行者需向评级机构提交的资料包括以下几方面：

(1)发行概要。

(2)发行债券的用途。

(3)长期债务与自有资本的内容。

(4)企业状况，包括企业的沿革、经营目标、组织机构、经营者、事业内容、销售情况、财务政策和管理。

(5)财务情况。提供财务报表、资本结构、偿还长期债务的计划、筹措资金计划等。

(6)发行条件的要点。如果债券发行者是外国的企业或公司，还要另外提供下述三个方面的资料：①说明会计方针与会计处理方法；②说明发债者与国家的关系，重点是与发行债券有关方面的政策和态度；③与发债国同行业企业之间的经营比较。

第三，分析方法

(1)产业分析。产业分析包括两方面的内容：一是判断该企业所属的产业是“朝阳产业”，还是“夕阳产业”。是在经济环境变化中稳定的产业，还是对变化十分敏感的产业。透过产业分析对企业的发展前景做出判断。二是评价该企业在同行业中的竞争能力。分析企业生产经营的各个主要方面，如生产设备利用效率、生产率、技术开发力量、销售量等方面在同行业中所处的地位以及今后的趋势。

(2)财务分析。对企业财务状况的分析，是评级机构在进行信用评级的重要一环。分析的项目主要有四个方面的指标：

①收益性。反映企业收益性的指标有下述三个：

销售利润率：

$$销售利润率=\frac{(净收益+利息费用)}{销售净额}$$

该比率表示支付使用资本的费用(折旧费、利息)及缴纳所得税前的收益率。它也是一个表现销售价格和生产费用函数的指标，反映当销售数量发生变化时，收益率所发生的变动。

投资盈利率：

$$投资盈利率=\frac{(净收益+利息费用)}{(长期负债-股东权益)}$$

该比率反映企业资本的运用效率和企业的经营效率。

利息支付能力：

$$利息支付能力=\frac{(净收益+利息费用+所得税)}{利息费用}$$

该比率直接反映企业以经营收益来偿付借款利息的能力。

②长期负债比率。反映长期负债情况的指标也有三个：

$$长期负债比率=\frac{长期负债}{(长期负债+股东权益)}$$

$$负债构成比率=\frac{(长期负债+短期负债)}{全部资产}$$

$$负债比率=\frac{全部负债}{(股东权益-无形资产)}$$

以上三个比率不一定是越低越好。在负债管理中，举债经营可以降低资金成本，提高自有资金利润率，反映了企业管理者的进取精神和举债经营的能力。如果企业营业风险很小，负债比率即使偏高，也能够获得较高的评定等级。

③财务弹性。财务弹性指标反映企业偿还债务能力具有的弹性。企业用营业所得的资金偿还债务、解决资金需求的能力越大，企业的财务弹性也越大。财务弹性用以下四组指标表示：

$$资金流动比率=\frac{\left(营业净收益+\begin{matrix}固定资产\\折旧费\end{matrix}+应缴税金\right)}{长期负债}$$

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(现金+有价证券+应收帐款)/流动负债

营运资金比率=营运资金/长期负债

应收帐款周转率=销售额/应收帐款余额

库存资产周转率＝销售成本/库存资产

④清算价值。清算价值反映了当企业处于清算全部资产的局面时，偿付完持有优先股股东的权益后，企业还能剩下多少资产偿付其他长期债务

清算价值＝净资产/长期负债余额

净资产＝全部资产－无形固定资产－应付款项－流动负债

(3)信托证书的分析。信托证书是规定债券发行人和债权人权利和义务的文件。对此进行分析也是评级机构的评级内容之一。这一分析主要包括财务限制条款和债券的优先顺序两方面的内容。

①财务限制条款是防止企业的财务状况出现恶化的限制条款。在信托证书上通常将其视为保护债权人利益的特约条款。它由债券发行公司和承购公司共同制定，内容概要如下：

防止财力状况出现恶化时的限制条款：对债务方面的限制；对企业分红的限制；对营运资金的限制；对投资的限制。对 AAA 级以外的所有企业都要进行这一条款的分析。

增加抵押品等负担的限制条款：对提供抵押品的限制；对子公司财产优惠措施的限制。

处理资产的限制条款：公司主要经营单位处理资产的限制；子公司处理股票及其债务的限制等。

②债券的优先顺序。债券的优先顺序是指当债务人不履行偿债义务时，法律上对债权人清偿权力的优先顺序。这种顺序一般为：有抵押的债券、有金融机构担保的债券、设有减债基金的债券和劣后地位的债券。

同是一个企业，当发行不同顺序的债券时，得到的评级结果是不相同的。顺序越是靠前，级别越高。

(4)国际风险的分析。当一国政府、金融机构、企业公司在其他国家或国际金融市场上发行债券时，需要对其进行国际风险的分析。一个国家偿还债务的能力和愿望是由其政治、社会和经济结构状况决定的。因此，国际风险的分析涉及下列两方面的内容：

①政治风险的分析。包括政治制度、社会情况、国际关系。分析的目的是为了确定债务国政府的稳定性和偿还债务的能力与意愿；了解借款国的多边贸易和参与国际金融活动的情况；另外通过分析借款国与其他国家友好关系的持续性，衡量该国在多大程度上愿意为保持这种外交关系而偿债。

②经济风险的分析。主要分析债务国的外债情况、国际收支状况、经济结构与经济增长以及经济总实力。通过分析，了解该国的外债负担和国际储备是否充足；国家管理债务的方式方法；别国在借款国的直接投资情况；经济的增长水平、产业结构以及资源情况，等等。

③定性结论。通过对一个主权国家的政治风险和经济风险的分析，最后对其提出定性结论。这种定性结论归结为下列五类之一。

及时偿还外债的能力很强。

及时偿还外债的能力很强，但略受不利因素的影响。

及时偿还外债的能力较强，但排除不利因素的能力较弱。

可以及时偿还外债，但在不利情况下缺乏最基本的防御能力。

不具备还本付息的能力，并有可能拖欠债款、要求重新安排债务或违约还款。

3. 各主要西方国家的评级制度

第一，美国的评级制度

(1)评级机构。美国的债券评级机构主要有：标准·普尔公司(STANDARD & POOR'S CORPORATION)、穆迪投资服务公司(MOODY'S INVESTORS SERVICE)、菲切投资公司(FICH INVESTORS SERVICE)、达福·费尔帕斯公司(DUFF & PHELPS)和麦克阿瑟 C. M. 公司(MC—CARTHY C. M.)。这五家评级公司的工作程序非常相似，也通常获得同样的评估资料，但评定的结果往往各不相同。进入美国证券市场的第一步，是从美国这些评级机构取得信用评级。50 年来，这已成为必经之路。

(2)长期债券评定系统。美国的评级机构一般都有长期债券和短期债券两套评定系统。

长期债券的评级对象按证券发行市场可分为三种：①在美国境内市场，标准·普尔公司对发行额在 1000 万美元以上的所有公募债券或优先股票，无论发行单位是否提出申请，均予以评级，评级结果是否公开取决于发行单位。但对经营历史不满五年的企业公司发行的长期债券原则上不予评级；对无保险的银行存款单不予评级。②在美国境外市场发行的长期债券，根据发行单位的请求也予以评级。这种评级只是对按债面币种能否按期还本付息的评价，而不包含对汇率风险的评价。③对欧洲债券的评级，是从 1982 年开始的。其评级对象，对曾经取得过标准·普尔公司评级的长期债券发行单位发行的欧洲长期债券，不论发行单位是否提出请求，标准·普尔公

司均在发行之前予以评级。对于未提出评级申请的，不予征收手续费。未曾得到过标准·普尔公司评级的，发行单位提出申请后予以评级，并征收手续费。

表 2.4.1　标准·普尔公司评定公司债券的等级

级别	内　　容	利息支付能力和本金偿还能力
AAA	最高级	支付利息和偿还本金的实力非常雄厚。
AA	高级	支付利息和偿还本金的能力很强，与最高级只有些微小差别。
A	中上	虽然比前两个等级的债券易于受环境和经济条件变化等不利影响，但仍有较强的还本付息能力。
BBB	中级	有充足的还本付息能力，但不利的经济条件或环境改变可能导致这一级债券支付本息的能力削弱。
BB B CCC CC	中下 投机级	这四个等级的债券具有很强的投机因素。BB 级表示最低程度的投机，CC 表示最高程度的投机。这种债券尽管伴随一些保护措施，但一旦出现不利条件，就有重大风险。
C		这一等级仅适用于不支付利息的收益债券
DDD DD D	不履行债务	违约债券，利息支付或本金清偿已受到了拖欠。

表 2.4.2　穆迪公司评定公司债券的等级

级　别	内　　容	利息支付能力和本金偿还能力
Aaa	高级最佳品质	利息有极大的保障，本金也相当安全。
Aa	高级	还本付息能力很强，与前一个等级一起构成高级债券
A	中上级	充分保障本金与利息的安全，但保障因素有可能受损害。
Baa	中级	利息和本金保障目前看来还够充分，但经不起时间的检验。有冒险的特征。
Ba	中下投机级	有冒险成分，利息和本金的保障也非常有限。
B	投机级	还本付息的力量十分薄弱。
Caa		也许会违约。
Ca		高度冒险。
C	最低级	永远得不到实际的投资地位。

(3)短期债券评定系统。短期债券评级对象主要是提出评级申请的美国以外的发行单位发行的短期债券。

(4)评级机构原则。美国的各评级机构都实行“政府等级的上限原则”。即凡是美国以外发行单位的债券评级，均以发行者所在国政府的债券等级为上限。也就是说，发行单位的等级最高不得超过美国评级机构对发行者所在国政府债券所评定的等级。但从事国际范围业务活动的跨国公司，可不受这一原则限制。对于政府债券未取得评级的国家，其国内发行者向美国评级机构申请对其发行的债券进行评级时，评级机构首先评出该国政府等级的上限值，即假定该国政府将发行债券，在对其具体情况分析研究后，评定出该国政府债券的信用等级。之后，再对申请评级的债券进行等级评定。

表 2.4.3　商业票据等级

菲切投资公司：
F－1＝最高级 F－2＝投资级 F－3＝良级 F－4＝不予推荐
穆迪投资服务公司：
prime－1 prime－2 prime－3 不列级
标准·普尔公司
A－1＝最高投资级 A－2＝高投资级 A－3＝中投资级 B＝中级 C＝冒险 D＝可能违约

第二，其他国家的评级制度

（1）日本评级制度。在日本公认的评级机构有：日本公社债研究所（JBRI）、日本投资家服务公司（NIS）和日本评级研究所（JCB）。这三家评级机构的评级各不相同，评级标准也不公开。日本评级机构的评级与美国的主要区别之处是：日本是对发行者进行评级，发行者一旦获得评级，在这一年之内发行任何债券都可以使用这一级别。而美国是对所发行的某一债券种类进行评级，同一发行者一年之内所发行的不同种类的债券可以得到不同的等级。

（2）加拿大评级制度。加拿大的评级机构有两家：一家是加拿大债券评级公司（CBRS），设在蒙特利尔市。该公司的评级工作侧重于分析企业的动态经营情况，并对企业经营提供技术上的指导。另一家是多米宁债券评级公司（DBRS），设在多伦多市。该公司的评级侧重于分析企业的财务状况。这两家公司的评级对象是国内的企、事业债券和商业票据。它们的经营不受联邦、州政府的行政指导和管制。

（3）英国评级制度。英国的资信评级机构主要是国际银行业和信贷分析公司（IBCA）。侧重于对欧洲和亚洲的银行进行评级。它也是对机构和公司本身信用做出评价，而不是对某一种类的债务形式评级。评定的信用级别分为 A、B、C、D、E 五类。

A 级：名望最高，其收益率持续高于平均水平的银行。

B 级：信贷条件有利，没有发生重大问题，较安全的银行。经营业绩一般与同业持平或略高于同业平均水平，收益不佳常是短期的或不足以影响大局。

C 级：信贷记录一般，可能引起偿债风险。

D 级：在一些主要业务方面业绩不佳，资产负债的状况低于平均水平，收益不佳。

E 级：有严重问题的银行。

二、债券发行的审核制度

1．注册制与核准制

世界各国对证券发行的审核主要有两种制度。一种是注册制，即所谓的“公开原则”；另一种是核准制，即所谓的“实质管理原则”。前者以美国联邦证券法为代表，后者以西欧国家的公司法和美国一些州的证券法为代表。这两种制度并不是完全对立的，有时可以互相补充。事实上，多数国家在证券发行管理上也是综合运用这两种原则，只是着重点不同而已。

第一，注册制概述

（1）注册制的概念。注册制是发行人在发行证券之前，首先必须按照法律规定申请注册。美国 1933 年证券法规定，初次公开发行的公司必须登记注册，

并向公众公开发行公司的发行注册书,公开说明书和其他有关的附件。依据美国1934年证券交易法关于注册的规定,所有在证券交易所上市的公司都应依法登记注册;店头市场上资产额超过100万美元、任何一种股票的股东人数在500人以上的公司也应注册。不合此规定的公司可自愿注册。

(2)注册书的内容。发行注册书的一般内容有:①公司营业的开始日期和过去5年的进展情况,主要产品市场及行业的竞争情况等;②发行公司过去5年的财务资料与逐年的审计分析报告;③公司的财产情况;④公司董事及主要职员的资历、报酬情况;⑤公司过去的法律诉讼情况;⑥公司普通股的股价、股利等情况。

(3)注册书的审核。一般说来,注册书于登记时内容毫无问题的情形比较小,绝大多数的注册书都须经过证券管理委员会审查,指出缺点后再加以修改,补充。如果注册书表面上有明显的重大缺陷,则证券管理委员会应于注册生效前发出拒绝命令,阻止其生效,直到其依照规定修正为止。如注册书有重大的不实、遗漏或错误,则证券管理委员会应随时发出停止命令,阻止其生效。这种正式的行政程序必须给予注册人以申辩的机会,并准许其上诉至有管辖权的联邦诉讼法院。对于一般的注册书,证券管理委员会不使用正式行政程序,而只由该委员会公司财务部里的会计师、律师和其他专家对其进行审核。如果提交的注册书过多,证券管理委员会通常以下列三种方式进行处理:①不予评论。如注册书准备不充分,或有其他严重问题,则委员会通知注册人的律师,对此申请不再予以审核和评论,并拒绝其提前生效。②初步审查。对注册书进行初步审查后,通知其律师,并不再给予口头与书面的评论。③详细审查。其余的注册书接受正常的审核程序。公司财务部的专家将审核发现的问题以补正通知书的形式通知注册人予以补正。注册书于补正书到达20天起正式生效。

(4)发行注册的阶段。依照美国证券法的规定,发行注册可分为三个阶段:①注册书送到前的阶段。在注册书送到证券管理委员会之前,除发行人与承销人或承销人相互之间可进行初步的谈判外,不得有任何推销证券的行为,也不得组织分销集团或发表与此次发行有关的新闻,以及作有关的市场安排。但对股东所作的通常或规定报告及发表消息不在此限。②等待阶段。即注册书已收到但尚未正式生效这段时间。依照美国证券法的规定,注册书于送到证券管理委员会后20天起自动生效。但须补正者,则于补正书送达后20天起正式生效。此外,证券管理委员会有时也可酌情允许某些注册书提前生效。在等待阶段,发行人虽仍不能做实际的证券买卖,但它可用口头要约、简单广告、初步的公开说明书的形式发出买卖要约。③生效阶段。发行公司在注册生效与契约正式成立的同时或以前,应先交付符合规定的正式公开说明书,其他有关的附件资料也可以同时提交。

第二,核准制概述

核准制是所谓的"实质管理"。在公开原则下,是以投资者能够看懂"公开说明书"为前提,但实际上,许多普通的投资者并不具备这种能力。因而投资仍然具有一定的盲目性,导致上当受骗,蒙受损失。有鉴于此,西欧各国又规定若干核准条件,经主管机关审查许可,证券才能发行。这些实质性条件规定在各国的公司法里。

2. 中国的债券发行管理制度

我国的债券发行实行计划管理,对于各种债券的发行数额、认购对象、利率水平、债券期限以及发债筹集资金的用途等,国家都有规定,发行单位不得违背。

第一,企业债券的发行管理

企业发行债券,必须在发债的上一个年度向所在地的省、自治区、直辖市或计划单列市人民银行、计委申报发行计划。并按规定报送有关文件,以及按计划发行总额的一定比例支付发行注册申请费。需报送的文件主要有:

(1)发行债券申请表。

(2)债券发行章程或说明书。

(3)发行单位的工商注册登记执照副本。

(4)经会计师事务所或审计事务所查核签证的上两个年度和上一个季度的财务报表。

(5)如发行债券用于固定资产投资,还应提供有权部门批准进行固定资产投资的文件。

(6)如公开发行,还应提供中国人民银行及其分支机构指定的资信评估机构出具的债券等级证明。

(7)如公开发行债券,还应提供发行者与承销证券单位签订的债券承销合同。

此外,审批机关可根据发债企业的特殊情况,要求报送其他有关文件。如发行担保债券时要出具担保书等。

第二,金融债券的发行管理

我国金融债券的发行是纳入国家综合信贷计

划,严格实行计划管理的。

金融债券发行计划的确定,主要考虑各专业银行新增特种贷款的实际需要量以及需要偿还当年到期的金融债券的数量。各专业银行在考虑上述两个因素的基础上,提出各自发行金融债券和发放特种贷款的计划和办法报送人民银行总行,人民银行综合平衡后,统一确定金融债券发行总额。同时批准下达各家银行及其他金融机构发行金融债券和发放特种贷款的指标,各行在执行中不能突破。

人民银行总行在下达指标后,制定并下达统一的发行管理办法。

第三,财政部债券的发行管理

财政部债券包括国库券、财政债券、重点建设债券、国家建设债券、保值公债、特种国债等。这些债券的发行,通常由财政部根据当年财政预算情况,提出各种财政部债券的发行数额、利率、期限等,与人民银行、国家计委协商,在综合安排各方面资金后,统一意见,由国务院审核批准,并颁布发行条例据以执行。

第五章　债券交易市场

一、债券交易市场的概念

1. 债券交易市场

债券交易是指一切买卖、转让既发债券的活动。而债券交易市场则是指既发债券买卖、转让、流通的场所。债券交易市场又称为债券流通市场或债券二级市场。

交易市场的基本作用是为在一级市场发行的债券提供流动性。当债券持有人需要资金时，可以到二级市场上出售或抵押其债券，以取得现金。与债券发行市场的本质区别的是，债券交易市场上买卖流通的债券，只代表现有债券的债权债务关系的转移，这种债券所有权和资金的易位与原发行者无关，并不创造新的实际资产或金融资产，也并不代表着社会总资本存量的增加。债券交易市场的另一个作用是为债券发行市场反馈信息，交易市场上债券价格的升降变化对发行市场上的发行者和投资者都有重要的影响作用。

2. 债券交易市场与发行市场的关系

债券发行市场和交易市场是构成债券市场缺一不可的组成部分，它们是相辅相成、互相依存的有机整体。发行市场是债券发行流通全过程中的基础环节，因为任何债券，不论期限长短，都要在发行市场上发行，没有发行市场，无处发行，需资金的人无法去筹集资金，投资人也无处购买。从这个意义上说，发行市场是交易市场的前提，没有发行市场就不可能有交易市场。但是交易市场又是发行市场的重要保证。因为债券的变现性或流动性是人们选择投资的重要衡量标准之一。如果没有流通市场债券不能随时卖出转让收回本金或改换投资目标，投资者则无法灵活运用自己的资金，就会裹足不前、无人愿意持有债券，最终将阻碍债券的发行。所以只有在发行市场上为已发行的债券提供良好的组织服务设施、各种资料信息并保证债券能够灵活、迅速合理地买卖，才能引起广大公众投资者的兴趣。因此健全的交易市场是发行市场得以发展的保证。当然，交易市场的交易存在着不可避免的投机性，要加强对其管理。总之，只有发行市场和流通市场都能高效率地运转，才能创造一个活跃的证券市场。

二、债券交易市场的功能

债券交易市场的主要经济功能在于：

1. 促进短期闲散资金转化成长期建设资金

资本市场的特点就是提供长期资金，在市场上发行债券以筹集资金的公司或企业必定要长期占用资金，而购买债券的人出于各种原因并不希望他的资金长期成为“死钱”，交易市场使债券随时变现成为可能，也使投资者解除了“活钱变死”的后顾之忧。

2. 维持债券的合理价格

交易市场为债券买卖双方提供各种服务，使买卖双方在同一市场公开竞价，直到双方都得到认为满意合理的价格才成交，能够保证买卖双方的利益。正是由于债券交易市场为买卖双方的竞价提供了场所和条件，因此，才使得债券得以维持合理的价格。

3. 调节资金供求，引导资金流向

交易市场上债券的供求状况决定债券价格的变化，当债券供大于求时，其价格必然下跌，由此势必减少初级市场上的发行量。反之，债券供不应求，价格上升，势必增加债券发行量。通过这种调节，使社会资金供求趋于平衡。另外，交易市场上每天公布债券交易行情，使投资者了解发行者的经营情况和获利能力，以使他们决定买卖，从而促进资金向最需要，使用效率最高的方向流动。从而使社会资金得到最经济的使用，提高了投资资金的使用效率。

4. 为国家从宏观上了解国民经济状况提供依据

交易市场上的价格指数的变动能反映出整个国民经济情况。若价格指数波动大，说明国民经济或物价不稳定，或反映出经济比例失调。如果是某种债券价格变动，可以反映出该发行企业经营情况的变化。

三、债券交易市场的类型

债券交易市场主要由集中交易的市场——证券交易所和场外交易的市场——店头（或称柜台）市场

所组成。近十年来又出现了所谓的“第三市场”和“第四市场”。因此，债券交易市场可以划分为四种类型：即证券交易所、店头市场、第三市场和第四市场，前两种类型是基本的。

1．证券交易所

证券交易所是债券交易市场的组成部分之一，与场外市场(或店头市场、柜台市场)相区别。证券交易所是有组织的证券交易市场，既可以交易债券，也可以交易股票以及股票、债券期货、期权等。其基本特点一是交易地点固定——交易厅；二是参加交易的人固定，即证券交易所会员(分为证券经纪人、自营商和专业会员)。

证券交易所是一个买卖金融资产的集中市场，其特征表现在：

第一，证券交易所是个证券交易的场所

证券交易所本身既不持有证券，也不买卖证券，更不能决定证券的价格，它只是为证券买卖双方成交创造条件，提供服务，并对双方进行监督。证券交易价格是由证券买卖双方以公开竞价方式来决定的。

第二，证券交易所中的证券买卖完全公开

证券交易所要求所有申请上市的证券发行者必须真实地公布其经营情况和财务状况，被批准后方能上市。同时，交易所定期公布各种证券的行情表和统计表，以使投资者选择投资目标，使证券持有者决定保留还是转让证券，换回现金。证券交易所中的每笔买卖公开，记录在案，在交易所上市的证券不仅在上市前要公开有关情况，而且在上市以后还要定期公布其经营和财务状况。

第三，证券交易所具有严密的组织和规章制度

证券交易所有严密的组织，不论是会员组织形式还是公司组织形式都有自己的一套组织方式，凡参加者都需具备一定的条件，有一定的审批手续。交易所的交易者必须是其会员(会员组织形式)或其成员(公司组织形式)。一般投资者不能直接进去交易。证券交易所对成交价格、成交单位，成交后的结算都有严格的规定，并且对于交易所的内部人员利用内部情报、操纵价格、垄断欺诈等行为规定了严厉制裁措施。

2．场外交易市场

债券流通市场的另一组织形式为柜台交易。在许多国家债券市场上，有相当数量的债券交易不是在交易所完成的，而是在许多分布广泛的证券中介机构如证券公司中进行的。很多证券公司设有专门的证券柜台，通过柜台买进投资人想出售的证券，并把买进的这些证券卖给想购买它们的投资人。这种通过证券公司柜台而进行的证券买卖交易，就是所谓的柜台交易市场。也可称“店头交易市场”，或“场外交易市场”。

第一，场外交易市场的作用

有价证券的柜台交易，是以很多家证券公司作为转让中介进行的。每家证券公司都或多或少地同时经营若干种有价证券的柜台交易。和证券交易所中的代理买卖制不同，有价证券的柜台转让是从证券公司先行垫入一笔资金买入一些证券作为库存而告开始。在建立了足够的库存之后，证券公司便对自己经营的有价证券同时挂出两个价格：一个是证券公司购买这种证券的价格，称为买入价格，另一个是证券公司出售这种证券的价格，称为卖出价格。当有投资人到评判公司要求交易时，证券公司开始并不知道投资人要买还是卖，因此，公司的买入价格和卖出价格要同时挂出。证券公司挂出价格后，无论是投资人要按买入价格出售还是要按卖出价格购买，证券公司都不得拒绝。而投资人若不同意证券公司挂出的价格，双方还可以进一步讨价还价。

证券公司在交易时同时挂出的买卖双价是不同的，卖出价格略高于买入价格，两者之差为证券公许的经营收入，称为价差。证券公司在调整报价时是双价齐调，以保持一定的价差。而价差的幅度也要根据交易证券的种类、交易额、市场状况及有关管理规定不时调整。

可见，有价证券转让市场的柜台组织形式，实质上是证券公司用自己的资金从投资人手中买入未到期证券，再以略高的价格将其卖给想购买这些证券的投资人，从中赚取价差。和经纪人公司不垫资金的代理行为相区别，证券公司的这种用自己的资金为卖而买，从而沟通投资人之间有价证券转让活动的交易方式，我们称为自营交易。

第二，场外交易市场的特点

相比而言，有价证券转让市场的柜台交易组织形式，具有和证券交易所组织形式完全不同的几个特点。

(1)此类转让市场活动不是由一个或少数几个统一的机构来组织，而是由很多各自独立经营的证券公司分别进行的。因此，这些交易活动分散于各家证券公司，而无一个集中的交易场所。证券公司既是证券转让柜台市场的组织者，又是直接参加者。它们通过参加市场交易来组织市场活动。为有价证券创

造转让市场。因此,证券公司被称为市场创造者,故证券柜台交易的组织形式又叫做"市场创造制"。

(2)在证券转让的柜台市场上,绝大多数交易都是在投资人和证券公司之间进行的。证券的实际出售人是将证券卖给证券公司,实际购买人是从证券公司买入证券。通过证券公司的自营买卖,有价证券的转让才得以在投资人之间实现。因此,用这种方式组织的证券转让市场基本上是采取自营制的。

(3)柜台交易形式下的证券转让是在证券公司和投资人之间协商议价的过程中进行的。每笔交易的参加双方都只是证券公司和一个投资人。这种被称为"一对一"的交易方式不可能产生买方内部和卖方内部的出价要价竞争,因此这种交易形式从证券公司的角度被称为"买进卖出制"。

(4)柜台市场上的证券转让价格是由证券公司确定并报出,并根据投资人是否接受加以调整而形成的。每笔证券转让的交易价格,都是用上述方法在证券公司和投资人之间协商议定。这种价格形成过程被称为"议价制"。

3. 第三市场

第三市场是指在柜台(店头)市场上从事已在交易所挂牌上市的证券交易。近年来由于这部分交易量增大,特别是其中的债券交易量增加的更多,其地位日益提高,以至于许多人都认为应该把它变成一个独立的市场。严格地说,第三市场既是场外交易市场的一部分,又是证券交易所市场的一部分,即它实际上是"已上市证券的场外交易市场";因它是指已在正式的证券交易所内上市却在证券交易所之外进行交易的证券买卖市场。

第三市场的出现是与证券交易所固定佣金制密切相关的。固定佣金制使大批大量的证券交易(其中主要是债券)的成本非常昂贵;而交易所之外的证券商却可不受证券交易所固定佣金制的约束,因而大批量证券都在交易所之外——"第三市场"上展开。

由于各国证券交易法都明确规定:只有那些属于交易所正式会员的证券商、经纪人才能在交易所内代客或自行买卖证券;在交易所里买卖的债券必须是经批准挂牌上市的,加之买卖此债券还有最低佣金的限制,使得交易费用较高。而从60年代以来,大额投资者(主要是机构投资者)迅速发展起来,在证券交易市场上的地位日益上升。例如,日本长期国债的持有者中,1980年非银行金融机构占15.4%至1985年上升为39.9%。美国人寿保险公司在1960～1981年间资产增加3.4倍,1981年底,人寿保险公司持有37%的公司债券和9%的未偿抵押债券。进入80年代以来,他们的资产正以每年460亿美元以上的速度增长。这些机构投资者拥有的巨额资产使他们必须千方百计寻找投资场所,而证券市场正是他们理想的投资场所。他们在证券交易所里大笔的买进卖出遇到了一个难以逾越的障碍,即证券交易所的固定佣金制。而场外交易的非固定佣金制对于他们来说具有很大的吸引力。在这些机构投资者看来,在第三市场上,较之于有组织的交易所,其债券买卖业务成本较低,又能得到较好的价格且成交更加迅速。这是因为机构投资者拥有专门的证券知识与专门人才,可以在不用证券商的帮助下自行完成交易,他们需要证券商提供的服务只有成交与清算两个环节。机构投资者如果在证券交易所进行交易,证券商就要收取固定佣金,而固定佣金是证券商向客户提供的一整套服务(委托的执行、清算、调查、提供信息、提供咨询、保管证券等)的报酬,这样,机构投资者自然就吃亏了。在柜台市场上,一些非交易所会员的证券商为了招揽业务,赚取较大利润,常以较低廉的费用吸引机构投资者,在柜台市场上大量买卖交易所上市的债券。虽然证券商从第三市场交易中获得的利润率较低(只及证券交易所交易的一半左右),但由于每笔交易的数量一般都很大,因此其总收入还是相当可观。这样首先在美国就形成一种新型的债券买卖市场——第三市场。

4. 第四市场

所谓第四市场,是指各种机构投资者和很富有的个人投资者完全绕开通常的证券商,相互间直接进行的债券买卖交易。第四市场目前只在美国有所发展,其他的一些国家正在尝试和刚刚开始出现这种市场。第四市场的交易通常只牵涉到买卖双方,有时虽然也有帮助安排交易的第三方参入,但他不直接介入交易过程;第三方作为中间人,毋需象交易所、场外交易市场以及第三市场的证券商那样向证券管理机构登记,也毋需向公众公开报道其交易情况。第四市场的主要吸引力在于:

(1)交易成本很低。这是因为买卖双方直接交易而不需要中间人;有时即使需要通过第三方来安排,佣金也要比其它市场少得多。据统计,在美国利用这种方式进行场外交易,比在交易所进行交易可节省佣金70%

(2)由于买卖双方直接谈判,所以可望获得双方都满意的价格,且成交迅速。

(3)有利于保持交易的秘密性。

证券第四市场的发展正方兴未艾，有着很大的潜力。同时，它也对证券交易所内的和场外的大批量债券交易，产生了巨大的竞争压力，促进这些交易以较低的成本和更直接的方式进行。因此，第四市场的存在和发展，对债券交易活动方式，也有着不可忽视的重要影响。由于第四市场双方直接进行债券的买卖交易，其规模、深度的统计，即使在统计资料最齐全的美国，也是十分缺少的。

四、债券交易市场的中介机构

1. 证券商

证券商是以证券的发行、流通等为其经营业务的从业者，它可以是个人，也可以是机构，但大部分都是机构。例如，我们所说的经纪人，一般都不是自然人，而是指团体机构（法人）。

第一，证券商分类

证券商按其活动的范围可分两大类，一类是证券发行市场上的证券商，另一类则是证券流通市场上的证券商（请参见下图）。证券发行市场上的证券商，在美国主要是投资银行，在日本则叫证券公司。他们属于证券承销商。证券流通市场上的证券商，又可分为两类，一类是证券交易所的证券商，另一个是场外交易市场的证券商，投资银行、证券公司同时又是证券交易市场上的重要证券商（见图 2.5.1）。

- 证券商
  - 发行市场证券商：投资银行（美国）、证券公司（日本）等
  - 流通市场证券商
    - 证券交易所证券商
      - 经纪人
        - 佣金经纪人
        - 两美元经纪人
        - 债券经纪人
      - 交易所自营商
        - 交易厅自营商
        - 零数自营
    - 场外交易市场证券商
      - 自营经纪人
      - 场外交易自营商
      - 政府债券业者
      - 地方公共团体债业者

图 2.5.1　证券商分类图

第二，发行市场证券商

发行市场上的证券商主要是指证券承销商。证券承销商指任何以再出售为目的，从发行人处购买证券，或代为他人购入证券与出售证券，或直接、间接地参与证券首次销售的人。证券承销商不包括仅从承销人或证券商处获取通常代销佣金的人。美国法律对承销商所作的主要限制与管理措施有：

（1）禁止商业银行参与公司证券的承销，这种规定的目的是为了阻止商业银行利用其证券附属部门及存款进行投机牟利；

（2）对承销商作出定义，并使其受美国证券法第 5 条的限制；

（3）承销人对公开说明书的虚伪、欠缺负有民事责任，但可因证明已尽义务而免责；

（4）必须公开承销契约与承销人报酬的情况；

（5）承销商在承销期间如从事稳定价格的行为必须依照证券管理委员会的规则行事。

第三，流通市场中的证券交易所证券商

证券交易所证券商分为三类，即经纪人、交易所自营商、自营经纪人。

（1）经纪人。经纪人又可分为三类即佣金经纪人、两美元经纪人与债券经纪人。①佣金经纪人。佣金经纪人与投资公众直接发生联系，其职责在于接受顾客的委托后在交易所交易厅内代为买卖，并在买卖成交后向委托客户收取佣金。佣金经纪人是交易所的主要会员。大多数投资者均委托佣金经纪人代为买卖。②两美元经纪人。两美元经纪人不接受一般客户的委托，而只在佣金经纪人业务繁忙或其业务处理发生困难时才接受佣金经纪人的委托，从事证券买卖。此外，两美元经纪人亦可自行买卖证券。但为了保护投资者利益，证券交易所一般规定禁止两美元经纪人从事与客户所委托的同一证券的同一价格的买卖，尽管两美元经纪人可以高于客户委托人价格买进或以低于客户委托的价格卖出证券。③债券经纪人。债券经纪人是以代客买卖债券为业务，以抽取佣金为其报酬的证券商，另外，债券经纪人亦可兼营自行买卖证券业务。

（2）交易所自营商。交易所自营商是自行买卖证券，独立承担风险的证券商。自营商又可分为交易厅自营商、零数自营商两类。①交易厅自营商。交易厅自营商不与投资者发生直接联系，而是在证券交易所营业时间内在交易厅内自由活动，争取买卖机会、追求利润，同时自承担风险。交易厅自营商的买卖不限于特定的品种，所以没有象自营经纪人那种维持市场的公平合理的责任。有鉴于此，证券交易所一般都对这类证券商进行严格的资格限制，这类证券商

在证券交易所中的重要性因此也较小。例如，在纽约证券交易所的1366个正式会员中仅有38个自营商，其交易比重也由原来的2.7%下降为0.7%。②零数自营商。证券交易所买卖的证券大都以100股为一个成交单位，而零数自营商则专门从事不足一个成交单位的证券买卖。

(3)自营经纪人。自营经纪人介于自营商与经纪人之间，自营经纪人兼营证券的自营与代客买卖业务，但以代客买卖业务为主，并且往往有较强的专业分工。自营经纪人买卖业务具体如下：①自营经纪人的顾客只限于交易厅里的经纪人与自营商，而不与投资公众发生直接联系，这一点与经纪人中的两美元经纪人相同。②自营经纪人在交易厅内是在按专业分类的专业柜台里进行证券交易；自营经纪人对于其专业经营的数种证券，可自行决定其开盘价。③自营经纪人有一个重要职责即创造市场，以自有资金买进或卖出证券，以防止其价格发生暴跌或暴涨的现象，随时稳定其价格。也就是说，自营经纪人自营证券的目的并不象交易厅自营商那样追逐利润，而是为其所专业经营的几种证券维持连续市场：不使进出报价差距过大，并使价格波动限于一个合理的范围内。自营经纪人在证券交易所中有相当重要的地位，由此，证券交易所对自营经纪人的行为也进行了较严格的界定。

第四，流通市场中的场外市场证券商

场外市场的证券商主要是自营商。在场外交易的双方也是依靠证券商来进行交易，其方式主要是自营商购进某一证券后，再转给客户或其他自营商，买卖的差价构成了自营商的佣金。

2. 证券经纪商

证券经纪商(又称证券经纪人)是证券商的一类，指在证券市场上专为买卖双方充当中介、代理买卖而收取佣金的人。他们的特点是本身并不经营证券，只是为完成委托人以最低价购进或以最高价卖出证券的委托。证券经纪人是证券市场的中坚力量，起着极为重要的作用。因为首先，在交易所中，每天都有成百上千种证券挂牌买卖，普通投资者面对着纷繁复杂、瞬息万变的市场行情，很难选择到合适的证券。其次，交易所虽然是证券买卖最终成交的地方，但如果众多的投资者都直接进入交易所自行交易，这是不可能的。因此，各国的有关法令都有规定：一般的证券投资人不得进入交易所亲自参加交易，必须由经纪人代理交易，同时规定，只有经纪人或其助手才有权进交易所正式市场经营业务。但是经纪人只是办理委托，代理买卖，与交易本身并无直接关系。除客户的信用风险以外，不承担其他风险。其收入来源主要是佣金，佣金并非是盈利收入，其性质属于手续费收入，而不是利润。

第一，对证券经纪商的法规概述

由于证券经纪人与公众的接触最多，责任也较大，为了保护公众的利益，法律上对其限制也特别多。

(1)证券经纪人营业的核准。对证券经纪人的营业一般有二种法律规定。一种是以美国为代表的登记制，另一种是以日本为代表的特许制。美国以前采取的是自由登记制，没有资历与最低资本的限额。1964年证券法修正后，增加了关于证券经营者资历与最低资本额的规定；日本等国对证券商的营业采取特许制。申请经营者除必须符合一定条件外，还必须得到主管机关的特许。

(2)证券经纪人的资格。日本规定证券商必须是公司形式，而其他许多国家，如美英等国均无此限制。但近年来这些国家也开始采用公司形式，所不同的是，这些公司的主要负责人仍须负无限责任。对于证券从业人员的资格，各国都有一定的资格规定。

(3)证券经纪人的资本。主要是两个方面，一是要求证券商按其营业的性质维持最低的营业资本额。二是要求证券商维持资产负债表上各项目之间的适当比率。

第二，经纪人与客户的关系

在证券买卖活动中，经纪人与客户之间一般有下列三种关系：

(1)授权代理关系。客户是授权人，经纪人为代理人。客户授权要经纪人进行证券买卖，经纪人接受委托后，根据客户的要求和意愿，如买入的最高价和卖出的最低价的范围，风险大小等限制条件代理买卖证券，从中收取佣金或手续费。有些国家还规定，经纪人的职责只限于代理，不得诱劝投资者买或卖何种证券，也不得向投资人推荐某种证券。

(2)债权债务关系。在保证金信用交易中，客户与经纪人的关系，扩大为债务关系。当客户购买证券只缴付一部分保证金，不足部分由经纪人贷款或垫付证券时，经纪人就成为债权人，客户成为债务人。在此关系中，还包括抵押关系。即当客户急需用款而其证券尚未售出时，客户可将证券存放在经纪人手中，充作抵押，取得借款，等证券售出后，经纪人可自行扣除借款，经纪人也可将客户的证券向商业银行再抵押以取得贷款。

(3)名誉信用关系。客户与经纪人是相互信任，属于一种名誉信用关系，无任何财产关系。客户相信经纪人的诚实和责任心，而将其资金或证券委托经纪人代理买卖。这时经纪人成为客户财产的受托人。但经纪人不得利用客户的财产以谋取自身利益。同时，经纪人也应对客户有充分的了解和信任。在执行委托买卖时，客户能否守信用，买入时能否付出钱，卖出时能否有货等，都应有把握。经纪人可根据他们每天与市场打交道的经验，向客户提供情况信息，但没有代客决定之权。

第三，经纪人的分类

经纪人主要分为几种类型：

(1)佣金经纪人。即一般所说的证券经纪人，他们是证券市场上数量最多、最为活跃的经纪人，是交易所中的主要会员。他们根据客户的委托在交易大厅内完成交易后，按成交额收取一定比例的手续费。

(2)自营经纪人。这类经纪人介于自营商与佣金经纪人之间，既代客买卖证券，也自营买卖证券，自担风险，赚取买卖价之间的差额，但以代客买卖业务为主。

(3)两美元经纪人，又称交易厅经纪人或居间经纪人，是美国证券市场特有的一种经纪人。他们专门代交易所其他会员买卖证券并收取佣金的证券经纪人。“二美元经纪人”是由当初他们每买卖100股收取二美元佣金而得名。两美元经纪人的大部分业务是为佣金经纪人服务，因为佣金经纪人在一天内的委托业务十分繁忙，他们常常把那些未完成的或不易完成的委托请两美元经纪人再代为买卖，由两美元经纪人从中帮助，以便尽快完成交易。

(4)专家经纪人。这也是美国证券交易所特有的一种会员，他们兼有经纪人和自营商的双重身份。这种特别经纪人的作用有两个：首先，他们具有维持证券市场价格稳定、维持交易正常进行的责任，并把这种责任置于其盈利目标之上。所以，他们必须主动、自觉地针对市场的问题，作出判断，用自己的资金买进或卖出证券，缩小市场上的供求差距。其次，他们是经纪人的经纪人，即他们只接受佣金经纪人的各种证券买卖业务，而不直接接受客户的委托业务。

(5)零股经纪人。这是专门经管不满一个交易单位的零股交易的经纪人。他们的客户是佣金经纪人。佣金经纪人接受的不够一个交易单位的零星业务，就交给零股经纪人经营。

许多国家在有关的法律或“交易所法”中都制定严格的监督管理制度，以规范证券经纪人的行为。证券经纪人大都是一些声誉可靠、有较高教育水平和专业训练有素、作风可以信赖的人。许多国家的证券经纪人都是通过严格考试后批准的。

3. 投资银行

投资银行是美国法定的专门从事证券买卖业务的金融中介机构。在其他西方国家也有类似的机构，但在业务范围和名称上略有差异，例如，在日本叫证券公司(日本的证券公司兼有证券发行机构和证券投资机构的性质)，在英国叫投资信托公司。投资银行的首要职能是推销新发行的证券。投资银行的兴起，首先起源于美国。1929年开始的美国经济大恐慌后，美国对商业银行经营证券买卖作了严格的规定，1933年国会通过的银行法规定，商业银行与投资银行业务公开，禁止商业银行从事债券、股票的包销、买卖业务，而由投资银行独立承担。从此投资银行就成为金融市场上最重要的中介机构之一。证券发行者通过投资银行来发行证券，投资者通过投资银行进行证券买卖。投资银行的主要职能是：

第一，购买和包销新证券的职能

投资银行通过包销或其他方法购买新发行的证券以便再转售。投资银行做为证券发行人与投资者中间人，首先要购买和包销新证券，然后才能向公众销售。购买的方式有二种，一是包销，又称肯定承诺包销。即由投资银行向发行证券的企业保证筹资的金额，投资银行按比证券面额稍低的价格包下来，然后按面额或稍高的价格向公众销售，发行人不承担发行失败的风险，卖不出去的部分由包销的投资银行负责。二是不包销，即尽力推销，投资银行对于历史不长、知名度不高或规模不大的企业，没有把握全部销尽时，往往只允诺尽力而为，不保证发行数量，能卖多少算多少，卖不出去仍退还给发行人，由发行人自己承担发行失败的风险。对此发行的企业也可以采取对策，即“要买全买，否则全取消”的方式，因为如果投资银行不能筹集发行所需的全部资金，将不能解决发行人对资金的需求，故宁可取消，另想办法。

第二，销售新证券的职能

投资银行通过向其他证券商批发，或向公众零售的方式，推销其先前购进的证券，除自己直接销售给客户部分证券外，大部分证券销售的主要方法是投资银行组织销售集团，这些销售由各地的证券商组成(有时可能多达几百人)，他们应邀根据协议的授权分担零售证券业务。

第三，新证券发行的职务职能

主要有①为私募发行服务。所谓私募,是指新发行的证券,不公开上市,而由少数的投资者集体购买。投资银行在私募业务中,一方面为发行者出谋献策,一方面组织投资者,起中介作用。②为合并与收购服务。在公司合并的情况下(有时两个机构合并成为一个新机构,也有时一个机构并入另一个机构而消失),其实现过程又称之为收购,收购则由收购一方用现金收买被买机构的股票(或以新股票换旧股票)以取得被买机构的所有权。投资银行的任务是在事前进行调查研究分析工作与组织工作。

第四,咨询职能

为筹集资金的公司、企业提供筹资咨询,为寻找投资对象的投资者提供投资咨询,从中收取咨询费。咨询业务包括:提供货币市场和资本市场行情,有关(国家、地区)经济情况分析,资金供求关系和变动趋势分析,比较各种筹资或投资方式,帮助制定筹资或投资计划、提供公司资产构成方面的意见等。现在,许多投资银行都有专门的研究机构从事对各种经济情况的分析、研究、收集信息。

除以上四项主要职能外,投资银行近几十年来还在其他方面发挥自己的作用,例如,做房地产投资及经纪人。这部分业务包括充当房地产买卖的经纪人、筹资的代理人或顾问,建筑、财务等方面的顾问;提供有关发展的咨询,安排中、长期借款,房地产出售后的租回业务,有关房地产的信托业务等。投资银行还作为经纪人代客买卖证券或作为自营商自行买卖证券。投资银行的业务,近年来日益扩大,他们可以在很多问题上为客户提供技术方面的协助、财务方面的建设和支援。在证券的流通上,投资银行可以充当发行公司的注册过户代理人。在发行抵押债券上,投资银行可以充当受托人,代理债权人掌握抵押品,并代为保管、分配偿债基金,等等。

由于投资银行在金融市场证券的发行与交易中都占有极为重要的地位,因而政府当局对投资银行的管理也极为严格。各国对投资银行类的机构的监督、管理都有详细规定,包括:

(1)对投资银行的登记、注册管理;

(2)对投资银行经营活动的管理,要求投资银行实行经营报告制度、纯资本比例制度、经营收费标准制度,投资经营管理制度、交纳管理费制度等;

(3)对投资银行的过度风险投资,人为抬高筹资成本;投机经营等采取严格的预防措施。美国证券法中的反垄断条款,反假冒欺诈条款,反内部沟通条款,就专门起到这些作用。

另外,由于投资银行的主要业务活动集中在证券市场上,风险性很大,这就不可避免地影响到投资者的利益,因而在对投资银行的管理当中,也包括对投资者利益的保护。1970 年,美国“证券投资保护法”规定了保护投资者利益的制度,其后建立了保护投资者协会以保护投资者的利益。

4. 证券公司

证券公司是日本的证券投资的专门机构(在其他国家也有证券公司这类机构,但各有差异)。根据证券交易法(1948 年施行),所谓的证券公司是银行、信托公司、大藏省“证券交易法施行会”规定的金融机构以外的金融机构。它经营有价证券的:①买卖;②买卖中介、经销或代理;③市场上买卖交易的委托中介、经销或代理;④承购;⑤卖出;⑥办理募集或出售等业务。

日本设立专门的机构来经办证券投资业务,以与银行相区别的作法,即有受美国影响的因素,又有日本国本身历史传统的因素。战前(指二次世界大战)日本的法律上并没有关于银行与证券分离的规定,但由于商业银行主义的观念,认为银行不应染指超过银行附带业务范围的证券业务这种想法占了主流地位,证券业务多是由证券公司办理。战后的证券交易法明确规定了银行与证券分离的原则。证券交易法第 65 条实际上是植入了美国的银行法,但战前日本的银行与证券分离的惯例是植入美国银行法的基础。

第一,证券公司的正式业务

证券公司的正式业务分为买卖相关业务(零售业务及经纪人业务)和发行相关业务(认购业务及经销业务)两部分。

(1)买卖相关业务。证券公司的买卖相关业务可分为以买卖差价为收入来源的零售业务和在柜台媒介一般顾客的买卖、向证券交易所代销;从而收取手续费为收入来源的经纪人业务。日本的证券公司,大部分兼营这两种业务,但在股票买卖中证券交易所的经纪人业务是主体。另外债券的买卖大部分是柜台零售业务。就有价证券的种类来看证券公司的买卖额,过去股票占有最大比重,但是从 60 年代后半期起企业债券购回交易活跃起来,加上 70 年代国债的大量发行,近年来债券买卖额远远地超过了股票买卖额。一般顾客通过证券公司进行有价证券买卖所支付的委托手续费,依有价证券的种类、买卖额等由各交易所的规则(受托契约准则)来确定。

(2)发行相关业务,证券公司的发行业务有有价

证券的认购业务和经销业务。认购业务就是在有价证券发行时,根据契约以出售为目的从发行者手中购买全部或部分证券以及认购有价证券发行时产生的余额。与此相对的经销业务是证券公司受有价证券的发行者、所有者或承购证券公司的委托向一般投资家推销其证券,但没有承担证券余额的义务。长期附息国债,政府保证债,事业债通常由证券公司但更多的是由银行等金融中介机构来认购发行的。长期国债由银行、保险公司、证券公司等组织的银团募集、认购,证券公司认购的比重自1975年以后平均为20%。另一方面。关于事业债,因禁止银行等金融中介机构认购,所以组织了以包含4大证券公司的所谓6家正规公司为中心的银团来募集认购每次发行的债券。但是该债券的消化实际上却是以银行为中心进行的。企业债发行市场上的这种业务,过去中心内容是电力债的认购和金融债的经销。但是,随着国债的大量发行,其中心转到了国债认购业务和包括在国债之内的高利率企业债投资信托(中期国债基金、无红利型国债基金等)经销业务。作为市场国际化的反映、伴随着欧洲债券(特别是转换债形式的)发行,认购业务增加了,促进了与发行相关业务的多样化。关于股票发行,过去多是按票面价格,无偿还地由股东及至相关者分摊,但是近年来证券公司认购或募集的公募时价发行急剧增加。

日本证券公司的资金来源和运用可从下表看出。

表 2.5.1 日本全国证券公司的主要资产负债科目(1985年末)

单位:亿日元

资产			负债		
项目	金额	构成比(%)	项目	金额	构成比(%)
现金转存款	13986	10.0	短期借款	36222	25.8
短期贷款	2609	1.9	其中金融机构借款	23853	17.0
商品有价证券	24246	17.3	存款	5355	3.8
其中股票	3837	2.7	借贷信用交易借款	7313	5.2
信用交易贷款	29496	21.0	信用交易贷股认购款	2932	2.1
保管有价证券	55032	39.2	借入有价证券	5679	4.0
投资有价证券	3841	2.7	收入的保证金	50172	35.8
其他资产	11093	7.9	特定专用基金	1676	1.2
			资本科目合计	23868	17.0
			其中资本金	4768	3.4
			其他负债	7086	5.1
合计	140303	100.0	合计	140303	100.0

注:不包括经纪人会员证券、东京联合证券、日本协荣证券、日本相互证券、日本零售证券、外国证券公司在日分公司。

资料来源:日本证券业协会《证券业报》。

第二,日本对证券公司的限制

为了"国民经济的合理运转"和"保护投资家",根据证券交易法及其他有关法令,证券公司要受各种规则制度的约束。其内容可大致分为有关业务上的限制与有关财产、经理的限制两种。

(1)关于业务管制。上述证券公司的4种业务哪一种未经大藏大臣许可都不得营业(许可制),日常业务经营必须保护投资家确保公正交易。①业务并

营的限制(并营零售时,经纪人的证券公司申明交易资格和禁止介入其它业务;认购业务相并营时对承担人信用供给的限制和严格与证券公司承购成员相关的情报管理等);②对不合理交易的限制。除了前述关于证券公司业务范围的兼营限制外,还禁止常务董事兼职。再有,为调整证券公司和银行等金融中介机构的业务领域,禁止证券公司经营属于银行等业务范围的企业债募集的受托业务。

(2)关于财产、经理的限制。证券公司在被认为于维持财务状况健全性方面出现问题时,必须遵从大藏大臣关于变更业务方法、停止业务的命令,提出财务状况报告和资料,接受介入公司内部的检查。证券交易法规定在以下3种情况下证券公司应该服从上述大藏大臣的监督命令,①负债比率(负债合计额与纯财产额的比率)超过大藏省令的规定(10倍);②现金或证券的借入、受托、贷款或证券及其他资产的持有违反大藏省令规定的健全性准则(例如,有价证券的持有限度在纯财产额的40%以内等);③需要纠正财产状况(纯财产额不足于资本额、经营收支状况恶化、不良资产达到相当数额)。

证券公司为充实内部留成,维持财务的健全性,有义务积累特别准备金(利益准备金、买卖损失准备金、证券交易责任准备金)。

日本的证券公司在1985年末有224家,其中全国8个证券交易所的正式会员公司有127家,正式会员中,特别是野村、日兴、山一、大和四大证券公司在资本金(占63.8%),职员人数(占38.7%),有价证券办理额(占69.2%),与同系统公司的证券投资信托业务(占63.5%)等方面都占有绝对优势,是日本证券业的支柱。其中野村证券公司列1988年国际债券市场包销商排名榜首,其资本已经超过60亿英镑,成为国际证券巨人。

第六章　债券上市

一、债券上市与上市债券

1. 债券上市制度

所谓债券的上市，是指证券交易所承认并接纳某种债券在交易所市场上交易。所谓债券的上市制度，是证券交易所和政府有关部门制定的有关债券上市的一系列规则。

债券上市制度是证券上市制度的组成部分，很早以前就出现了。早在1869年，纽约证券交易所就设立了“股票上市委员会”，负责办理有关上市的业务。此后不久又对债券的上市开始制定一些规定。一百多年来，这些规定逐渐形成一定的制度，并成为世界各国证券交易所进行债券交易的先决条件。

债券上市制度主要包括以下内容：

第一，上市申请

上市分为两种：发行者自愿申请债券上市称作任意上市；由政府机关或证券交易所命令上市称作强制上市。西方国家一般以任意上市为原则，债券上市由发行者自行申请。作为例外，国债可无条件上市。

债券任意上市又分申报上市与许可上市两种。申报上市是由证券交易所掌握证券上市决定权，只须向政府主管部门申报即可。许可上市必须等待政府主管部门的许可后才能上市。

债券发行者如果想将债券上市，必须向证券交易所递交上市申请书，申请书的主要内容是：

（1）公司的业务性质及产品目录；

（2）债券未上市之前的债券情况；

（3）反映过去若干年的财务状况的会计表册（资产负债表和损益表）；

（4）股权与公司债权分散表；

（5）董事、监事和经理人员的名单及薪金、地位等。

交易所根据申请书中记载的内容，按一定的审查基准进行审查，如同意上市申请。

上市公司新发行的债券，原则上承认上市，新发债券并入已发行债券进行交易。

第二，上市审查基准

证券交易所从维持公正的价格、确保证券的流通性及保护投资者利益的角度出发，制定了债券上市审查基准。

（1）规模基准。表示规模的指标，各国的证券交易所各有所不同，有使用债券发行量的，也有公司资本额或将债券发行量和公司资本额并用的。

交易所确定上市债券规模基准，是考虑到如果上市债券数量达不到一定规模，潜在的交易量也不会太多，因而不能支付上市费用的可能性也较大。新上市的债券没有交易量数据，债券发行量就成为替代指标。此外，证券交易所是集中证券交易的场所，如果上市公司规模小或上市债券数量小，不仅带来管理上的困难，债券行市也易于波动。还有，资本雄厚的公司不易破产，债券的安全度高。

（2）经营基础基准。上市债券的发行者必须具备一定的成立年限和一定数额的纯资产额、纯利润额等，这些指标是反映发行者的经营收益性和稳定性的指标。采用这些指标，可以提高证券投资的安全性。

（3）债券持有分布基准。设立债权分布基准主要是从以下两个方面考虑：一是交易量的前景。如果债权分布不均、范围很小，有相当部分集中在少数的个人或法人（如金融机构、基金等），那么即使债券发行量很大，潜在的交易量也不会太大。所以，可以认为持有分布基准是规模基准的补充。二是债权人的风险。如果债权过份集中，公司若破产会使投资者蒙受重大损失，证券交易所的声誉也会受到影响。

（4）其他基准。其他基准包括：①前三年的帐务报表中没有虚假记载，财务报表经公认会计认证；②没有债券转让限制等；③制做的债券符合法定要求。

第三，上市公司管理

债券上市后，为保证上市债券的流通性、价格稳定性、证券投资的收益性及降低投资风险，需要对上市公司进行必要的监督管理。各国证券交易所都做出相应的规定要求上市公司在遇有影响经营和影响债券价格的重要事件时，必须及时向证券交易所通

报事实真相。重要事件包括下列问题：

（1） 银行拒付，票据失效；

（2） 变更经营内容；

（3） 公司重整；

（4） 公司合并；

（5） 因灾害造成重大损失；

（6） 发行证券；

（7） 收益分配；

（8） 资本减少；

（9） 停止营业活动；

（10） 股票的分割或合并；

（11） 新设、变更及废除对股东的优惠措施；

（12）变更发行债券的信托合同、委托募集合同、承销合同等。

证券交易所根据上述事实，采取必要措施，对上市公司进行管理。

第四，停止上市基准

为维护交易所的信誉和保证上市证券的安全性，证券交易所制定了一些停止上市基准。

凡发生基准规定的情况的公司，其债券停止上市。交易所停止某一公司或某一债券上市的决定一旦形成，这个公司或这一债券必须转为“整顿阶段”，一定时间之后完全停止上市。

2．债券上市作用

债券上市对于债券发行者和投资公众都有好处。

第一，债券上市对于债券发行者的利益

（1） 上市债券是符合一定基准的，信用度较高，能卖较好的价钱。

（2）债券上市后，投资者容易了解发行公司的情况，该债券易于为大众所接受。

（3） 各种新闻媒介每天报导上市债券和发行者的情况，等于不用花钱做广告有助于提高发行者的知名度。

（4）上市债券供求集中，流通性强，成交速度快，能够吸引投资者的注意。

（5） 债券上市对于发行者有促进其加强经营管理、提高经济效益的作用，因为，只有这样才能维持债券长期上市，保持其价格稳定上升。

第二，债券上市对投资公众的利益

对投资公众来说，债券上市后，有下列利益：

（1）买卖便利。投资者可随时委托经纪人买进或卖出某种上市债券以迅速成交。

（2）成交价格比较公平合理。由于上市债券的买卖都是经过买卖双方的竞争才能成交的，因此，证券交易所里的成交价格远比场外市场里的成交价格公平合理。

（3）交易行情可马上知道。证券交易所利用现代化的电讯设备，可随时宣布上市债券的成交行情。这样，投资者就能马上了解市价变动的趋势，作为投资决策的参考。

（4）投资风险较少。上市证券的公司由于符合交易所的上市标准，而且上市后，须定期公布相关会计表册，所以其经营状况是公开的，这样大大减少了投资者的投资风险。

3．上市债券与非上市债券

第一，分类

上市债券是指经有关机构审查可以在证券交易所买卖的债券。具体地说，就是已向某一证券交易所注册，因而有资格在该交易所交易的债券。公司要在某一交易所注册，必须符合注册的条件，并且遵守该交易所的规章制度。作出这样的规定是为了防止欺诈、保护投资者以及维持证券交易所的正常运转。

凡不符合上市标准的债券为非上市债券。非上市债券就品种数量而言，要占所有债券很大的比例，具体的比例又与各国上市标准严格程度有关。例如在美国，由于上市标准较严格，因此，非上市债券占比例很大，据1982年统计，非上市债券大约在1．5万种以上。因此，美国的场外市场（店头市场）是最发达的。而英国则由于其上市标准不很严格，所以大部分债券都在交易所交易。日本的情况是债券的80%左右是非上市债券（股票的95%是上市股票）。值得注意的是，债券的上市与债券的注册并不是一回事。债券的上市是指申请上市公司使其债券在交易所挂牌上市进行的活动。申请债券上市的公司必须满足交易所有关规定，并保证在以后的日子也遵守债券上市的要求。债券的注册登记则指按证券交易管理当局的规定，将有关资料以特定的形式向管理当局呈报。债券注册登记并不意味着管理机关已同意该公司债券的上市。而非上市债券并不是不允许交易，只不过是不允许在证券交易所交易罢了。

第二，其它情况

（1）非上市债券并不都是不符合上市标准的。有一些完全符合上市标准的债券的发行公司出于以下几种原因而拒绝上市：①不愿公开其业务与财务状况，多是怕竞争对手了解自己的情况；②不愿自己的债券成为投机者投机的对象；③公司资本规模较小，没有必要利用债券交易所来募集资金。

(2)上市证券并不一定都在证券交易所交易。各国都有一些上市债券不在证券交易所交易，这是近十年来世界证券流通市场发生的重大变化之一，尤以美国为最突出。所谓的第三市场即是上市证券(包括债券)在场外交易的市场。

第三市场的出现是与证券交易所固定佣金制密切相关的。固定佣金制使大批大量的证券交易的成本非常昂贵；而交易所之外的证券商可不受证券交易所固定佣金制的约束，因而大批大量证券都在交易所之外——“第三市场”上展开。

第三市场是适应大额投资者(主要是机构投资者)的需要发展起来的。机构投资者(又称团体投资者，例如人寿保险公司、财产责任保险公司、养老基金会、互助基金会等)近几十年迅速发展，在证券流通市场上的地位日益上升。例如，日本上市股票中，金融机构(非银行金融机构占较大比重)所有的份额在1970年为38.9%，到1985年为41%。长期国债的持有者中，1980年非银行金融机构占15.4%，至1985年上升为29.9%。美国人寿保险公司在1960—1981年间资产增加3.4倍，1981年底，人寿保险公司持有37%的公司债券和9%的未偿抵押债券。他们的资产正在以每年460亿美元以上的速度增长。这些机构投资者拥有的巨额资产使他们必须千方百计寻找投资场所，而证券市场正是他们理想的投资场所。他们在证券交易所里大笔的买进卖出遇到了一个难以逾越的障碍，即证券交易所的固定佣金制。债券交易费用很高，而场外市场则没有固定的佣金，在柜台市场上，一些非交易所会员的证券商为了招揽业务，赚取较大利润，常以较低廉的费用吸引机构投资者，在柜台市场上大量买卖交易所上市的债券和股票。虽然证券商从第三市场交易中获得的利润率较低(只及证券交易所交易的一半左右)，但由于每笔交易的数量一般都很大，因此其总收入还是相当可观。

除了第三市场外，还有证券商通过电脑直接进行联系而进行交易的第四市场，其中也有一些是上市证券。证券流通市场的这些变化虽然给区分上市债券与非上市债券带来了一些困难，但其原本含义上的区别还是清楚的。

二、上市债券的标准

债券上市的标准各国及各证券交易所都不一样，我们以日本的情况为例来说明。

日本可以在证券交易所上市的债券有：长期国债、电力电信债、武士债、转股债(可转换公司债)以及部分有代表性的公司债、政府担保债、金融债、地方债等。下面介绍一下东京证券交易所债券上市的审核标准。

1. 公司债

第一，上市债券的发行者必须符合的条件

(1) 纯资产额在500亿日元以上；

(2)已发行的所有债券，其未偿还面额总额在70亿日元以上；

(3) 必须是在证券交易所挂牌的公司。

第二，上市的债券必须符合的条件

(1) 已发债券的未偿还面额总额在10亿日元以上；

(2) 上市债券的券面总额占该债券未偿还面额总额的10%以上，并且该债券被认为是深受非特定法人及个人欢迎的；

(3) 该债券发行后，其经过年数在三年以内；

(4) 该债券是按照本交易所的规定印制的。

2. 公司债以外的债券

日本的国债中只有长期附息国债属于上市债券，可以在证券交易所交易。中期附息债券均不在证券交易所上市，到期前可以在某些金融机构的柜台上进行买卖，每周星期四由日本证券业协会公布买卖的行情。

长期附息国债发行后可以在证券交易所上市，但要在第一次利息支付结束以后才能上市。因为超过了最初的利息支付日以后，不论是1月、2月还是3月发行的债券，其利息支付日和偿还日都是相同的。如果1～3月期间国债的发行条件没有变化，它们就成了完全相同的债券，这样在二级市场上便于计算转让价格。

三、停止债券上市

世界各国的证券交易所都有停止债券上市的规定。上市公司在债券上市后，若出现法规中明确规定的情况，由证券交易所呈报主管机关——证券管理委员会核准后，交易所可停止某种上市债券的买卖甚或终止其上市。

按情况的性质，大致可分为以下几类：

1. 违犯有关法律的公司的债券

(1)公司设立登记后，如有违法等事项而经法院通知公司注册主管机关撤销其注册登记者。

(2) 公司有下列事项之一而经注册主管机关命令解散者：①公司设立满一定期限而尚未营业，或开业后自行停业一定期限以上者；②公司董事或执行

业务的股东，有违反法律或章程之行为且经警告不改者。

（3）公司注册登记事项有违法律或有不实之记载，或因事项有变更但未在期限内纠正者。

（4）公司发行公司债券或股票经核准后，若发现其申请事项有违反法律或有不实记载，经证券管理委员会撤销核准者。

（5）有违法行为或有不实记载而足以影响其证券价格，以致影响市场秩序或损害公共利益者。

（6）违反证券交易所章程、营业细则，或未缴付上市费，或未能履行上市契约规定的义务者。

2. 因经营状况不佳的公司的债券

（1）公开发行股票或公司债的公司，因财务困难而经其关系人（股东、债权人等）申请，由法院核准予以重整并禁止记名股转让者。

（2）公司的经营有显著困难或重大损害时，经股东申请而由法院裁定解散者。

（3）上市公司发生下列事项之一而由证券委员会命令停止其债券全部买卖者：①遇有诉讼或非诉讼事件，其结果足以使公司解散或变更，资本、业务计划、财务状况或停止生产而影响市场秩序或损害公共利益者；②遇有重大灾害、签订重要契约、发生特殊事故、改变营业计划的重要内容，其结果是使公司财务状况有显著变化而影响市场秩序或损害公共利益者；③上市证券的市场价格，发生连续暴涨或暴跌，并使其他上市证券随之非正常涨跌，而有影响市场秩序或损害公共利益者；④发生其他重大事情而足以影响市场秩序或损害公共利益，经过证券管理委员会停止其上市证券的买卖者。

（4）经法院裁定宣告破产者。

（5）历年累积亏损已使股东权益只达到公司实收资本总额一定比率以下而限期内未予改善者。

3. 其他情况

（1）公司组织与营业范围有重大变更而不宜继续上市，经规定限制其上市证券的买卖或变更其交易方式或另定交易方式后，仍未能改善其情况者；

（2）债券发行期满而应终止上市者；

（3）基于其它理由，认为有停止买卖或终业上市必要者。

以上停止上市的条件，一般都记载于上市契约中。

四、债券上市的程序

各国对债券上市都有一定的标准，一个公司债券上市过程也就是各有关机构对其债券审查是否达到标准的过程。一般的债券上市的程序如下：

1. 发行公司提出上市申请

发行公司申请上市时，应出具书面申请，并附具下列文书：

（1）证券管理委员会核准公开发行证券的证明副本；

（2）公开说明书（含债权分散情况）；

（3）董事会有关债券上市决议的记录副本；

（4）已签证的欲上市债券的样本（包括董事印鉴及董事会授权签字的决议副本）；

（5）委托董事与交易所订立上市契约的决议副本；

（6）若上市债券欲委托承销者包销或代销，则发行公司与承销者订立的契约副本；

（7）经会计师签证的最近年度的会计表册（上市日期在下半年者应包含上半年会计表册）；

（8）证券交易所认为必要的其他文件。

2. 证券交易所初审

证券交易所收到上述申请书及相关文件后，依照上市标准进行审核，若审查合格，在上述申请书上加附审核意见后，连同相关文件一并送达证券交易管理委员会。

3. 证券管理委员会核定

证券交易管理委员会收到证券交易所转送的上述文件及初审意见后进行核定，若合格，则通知证券交易所允许上市。

4. 订立上市契约

证券交易所收到证券管理委员会的核定文件后，与发行公司订立上市契约。上市契约的内容分两类：一类是上市公司向交易所及时通报公司在营业、雇员、财务、担保品等方面所发生的一切重大变化及其影响的保证；一类是上市公司按时提供一切与公司财务与业务有关的财务报表和统计资料的保证。如：公开其财务状况及有关事实；向证券交易所报告其盈余情况及股息分配情况；经过会计师鉴证的会计表册的定期报送；证券交易所要求的其他事项。

5. 发行公司缴纳上市费

6. 确定上市日期

7. 挂牌买卖

已上市公司若欲增发新债券，可同样按上述程序办理，但须办理有关增加资本的手续。

第七章　债券交易程序

一、联系证券经纪人

利用证券经纪人进行债券买卖首先要联系证券经纪人。

联系证券经纪人要注意的问题

1. 注意证券经纪人的信誉

证券经纪人很多,信誉程度也各不一样。应该寻找那些信用可靠并能提供有效服务的证券经纪人。例如,在日本、野村、日兴、大和、山一四大证券公司都是信誉卓著、历史较长的证券公司。在美国较大证券公司和投资银行都是可信赖的证券经纪人。这些机构都有较丰富的证券买卖知识和技术,其中绝大多数的证券公司都是交易所的会员,可以在交易所内为客户代理买卖证券。加之二次大战后,在证券市场发达的国家,证券公司、投资银行已拥有许多素质较高的专门人才,同时在道德水准方面也有所提高,因而是可以信赖的。当然,也不排除投资者对证券公司指定的经纪人有不尽人意的时候,这时,投资者完全可以要求公司调换或重新选派经纪人;假如对一家公司的服务或佣金不满意,投资者仍可以继续选择,直至满意为止。

2. 应选择对投资项目熟悉的经纪人

由于投资是具有风险性的,倘若你要投资于某项目,又看不准该项目是否能获得预期的效益,如果此时为你服务的经纪人对此项目很有研究或者了如指掌,为你出谋划策,这无疑对你来说是很好的事情,因此,在选择经纪人时,了解经纪人的特点也显得颇为重要。

二、开立帐户

1. 含义及作用

所谓开立帐户,是指债券投资者在证券经纪人处开立委托买卖帐户。其作用就在于确定投资者的信用,即保证客户在其购买指令执行后能如期付款和防止欺诈等非法行为的发生。购买债券时,确定投资者有能力支付价款和佣金;出售债券时,确认他是债券的持有者。同时,开立帐户后投资者如果采用信用交易方式,可以取得证券公司的贷款或债券。

2. 开户需要填写的内容

债券投资者在经纪商处开立帐户后通常被称为客户。客户在初次申请开户时,必须有介绍人。介绍人通常是与经纪商有买卖往来关系、又无不良记录的老客户。凡申请开户者必须填写“证券买卖契约”一式三份,经纪商、申请人和介绍人各执一份。

个人开户需要填写的内容包括:委托人真实姓名、性别、年龄、籍贯、住址、身份证编号、申请人已成年的确认书、投资目的、电话号码、职业、职务、工作单位及其地址和电话号码等,除此之外,还有有关与之资金往来的银行的情况,以及以前与其他经纪人的帐户等等。如果是买卖期权,则所需的内容会更多,如个人收入、资产投资经历等。一般而言,每个帐户均应有管理帐户的注册代表及有关管理者的签字。

机构开户需要填写的内容包括:机构名称、机构的性质及类别、机构所在地、机构主管人的姓名及职务、委托买卖业务代理人的姓名及主要经历,机构电报、电话号码等。

个人或机构投资者除以上填写内容外,还应填写下列内容:委托交易方式(即现货交易或信用交易等等);经纪人通知客户的方法;介绍人真实姓名及地址;应遵守的其它营业细则。

全部内容填写完后,交由经纪商审核,审核无误后,经纪商予以编列帐号,并填写“开户帐卡”交予委托人,开户手续即告结束。

3. 帐户的种类

第一,基本种类

帐户的种类很多,但最基本的有两类,即现金帐户和保证金帐户(也称信用帐户)。还有几种很少使用的帐户,如联合帐户、信托帐户、随机帐户等等。

(1)现金帐户。它是指在购买债券时,客户必须以现金支付的帐户。客户不得借此帐户从事保证金信用交易。现金帐户要求客户在交割日或交割日前

以现金全额支付购买债券价款。以现金帐户出卖债券的顾客则须于交割日或交割日前将债券交给经纪人商行，但是后者一般只是在交割日才支付现金价款，当然特殊情况除外。此类帐户开立容易，且开妥帐户后，客户只须与经纪人所指定的具体经办人联系，即可委托买卖。

（2）保证金帐户。包括经纪人贷款与贷券两种信用交易的帐户，其开户手续甚为严格，需要签订“保证金合约”并缴存保证金。保证金帐户开设以后，客户购买债券只需支付部分费用（其比例称保证金比率，各国规定不同），其余部分由经纪人垫付，因此，开设此种帐户时经纪人特别要了解客户的资信状况。美国的证券公司通常要求开设保证金帐户必须存足2000美元以上的款项，以避免在交易中承担过大的风险。经纪人垫付的部分可视为他对客户收取利息的长期贷款。“保证金合约”十分重要，它详细规定借款人借款购买债券的义务。其中规定，贷款人可以借款人借款所购债券为担保物向银行借款，以用于支付借款人借款所购证券的价金或其它方面的价款。纽约证券交易所规定，经纪人能用于作为担保物的债券价值应以借款人的负债为限。在贷款人和借款人签订的合同中还要规定借款人保证金数目的大小。保证金分为两类，一类是最低限保证金，另一类是初始保证金。通过控制保证金多少，一国政府能实现对经济，特别是对证券交易的影响和控制。

一般情况下，符合交易所规定的人均有权开立证券买卖帐户，但有些人如交易所会员组织的雇员、银行、信托机构雇员等，未经特别允许，经纪人无权接受他们要求开立帐户的请求。

第二，其它种类

除以上两种基本帐户外，还有下面不常用的三种帐户。

（1）联合帐户。即两人以上共同开立的帐户，开户时需订附加契约。通常情况下，联合帐户多为夫妇联名开设，一旦其中一人死亡，另一人无须等待法院调解决定财产权的归属问题即可出售债券。但由于税务补偿问题和各种法律原因，夫妇双方开设联合帐户前需委托一名律师。联合帐户还可由几个人联合开设，以便集中资金合作投资，减少交易佣金。

（2）信托帐户。是指专门为未成年人开立的帐户，这是为了禁止保护人以其自己名义进行债券买卖而设立的帐户。

（3）随机帐户。在这一帐户下，客户给经纪人公司的代表以有优先权的书面批准，准其事先不同投资者商量即可进行交易。交易的时机、所选的债券及价格和数量，均由经纪人决定。

4. 帐户的处理

一旦顾客与经纪人开立了证券买卖帐户，顾客就可以通过经纪人在交易所买卖债券了。一般情况下，顾客都通过电话向经纪人（通过经纪人所属的经纪人商行）提出委托。经纪人收到顾客委托后，注册代表将把委托内容填入特制委托书上做成正式的顾客委托。委托执行后，注册代表还要把成交情况电话通知委托人。证券买卖帐户的处理一般包括以下几方面内容。

（1）确认书。每执行完委托后，经纪人商行均应向委托人寄送交易确认书。确认书包括：①成交日期；②交割日期；③债券名称；④债券金额；⑤成交价格；⑥成交地点；⑦本人或代理人交易；⑧代理人佣金；⑨应付利息；⑩应付给顾客或经纪人的包括全部费用的净余额。

（2）月度明细表。经纪人应每月向顾客报告当月的交易情况，如某月没有成交，则至少每季向顾客报告。

（3）现金余额。一般而言，经纪人对顾客并无最低现金余额的要求，经纪人对顾客存放的在帐内现金也不支付利息。经纪人通常要求初次通过他买卖债券的顾客存入与第一次交易足额或不足额的现金或作为保证金用的债券。纽约证券交易所规定金额（即初始保证金）是2000美元。

（4）股息与利息。由于债券票面的保存人多数情况下都是经纪人，所以，当债券发行者支付利息时，一般直接付给经纪人。经纪人在收款后立即将收到的利息贷记开帐人即真正的所有人所开立的帐户，并由顾客选择决定该笔收入的支付方式。如果顾客开立的是现金帐户，则该收入就变成一笔闲置余额；如果顾客开立的是保证金帐户，则帐户内的借方余额自动减少。

（5）债券质押。经纪人就顾客应付的佣金、利息等有权对顾客的债券行使质押。为行使质押权，经纪人在顾客支付应付费用之前有权停止债券的交割，甚至出售债券以赔偿应支付的费用。

（6）借方余额的利息支付。借款人对于为购买债券所借的款项应支付利息，每种利息每月复利一次。当借款人收到利息时，其借方余额等比例减少，其应付利息也相应减少；如果贷方余额不增加，每月的利息则使借方余额相应增加，下月的利息则相应变大。

三、委托买卖

1. 委托买卖业务

证券委托买卖业务包括股票和债券的委托买卖，两者基本上没有什么不同。因此，这里我们介绍统一的证券买卖业务。为了介绍的方便、我们统一以股票为例来说明。

委托是顾客向证券经纪人发出的表明顾客以某种价格购买或出卖一定数量的某种证券证券的请求。证券委托买卖业务是证券经纪人接受和完成顾客的委托买卖的具体过程。投资者无论是在证券交易所还是场外进行证券交易，一般都需要委托证券经纪人来进行。一般委托应包括的内容有：①委托时间。②购买还是出售证券。③买卖证券的名称。④买卖证券的数量。⑤经纪人商行的名称和交易所电话号码（有时可仅列电话号码）。⑥其它方面，如有效期的长短、成交价的高低等。上述六项只是委托的一般内容，在实际业务中，委托常因顾客的需要不同而包含不同的内容。根据委托内容的差异，委托可划分成许多类型。

第一，按委托的交易数量划分

(1)整份委托。整份就是证券交易中交易的基本单位。一般情况下，整份多指 100 股股票，除此以外整份有时也指 25 股或 50 股股票。最后，整份还指 10 股股票。不过，只有那些价格高、交易量小的股票才以 10 股作为交易整份。整份委托就是交易数量是整份或整份的倍数的委托

(2)零数委托。零数就是证券交易中低于单位交易额的零星交易量。零数委托就是交易数量是零数的委托。如果交易整份是 100 股，那么买卖 1—99 股的委托都是零数委托。

第二，按委托的交易方式划分

(1) 购买委托。

(2) 出售委托。

第三，按委托的限制条件划分

(1)随行就市委托。随行就市委托就是证券成交的价格以委托到达交易厅时最优惠的价格为准的委托。在这种情况下，投资者只能确定买卖何种证券。而不能确定以什么价格来买卖。随行就市委托是最常见的委托，有时所有委托中，随行就市委托可多达 85%，而且多属出售委托。随行就市委托的好处，其一是成交的迅速性。这种委托由于不具体规定成交的价格，一般都能迅速成交。其二是成交的把握性大，只要不出现意外，该种委托一般都能得到执行。

(2)限价委托。限价委托与随行就市委托不同在于委托人在委托中事先规定了他认为合适的成交价格。这种委托，委托人要冒其委托可能执行不了的风险。经纪人在执行委托时应以比委托价格更优惠的价格成交，如是出售限价委托，委托最终执行的成交价应等于或高于委托价；反之，如是购买限价委托，其最终执行的成交价应等于或低于委托价。限价委托的好处其一是，顾客能以比提出委托时的市场价格更优惠的价格成交；其二是当证券价格变动幅度很小时，提出限价委托很有利。限价委托的缺陷就是有时执行不了。因为，顾客所规定的价格可能太高或太低，因而无法按规定价格成交。如何确定现价委托中的成交价格是一个技术性非常强的工作。一般而论，购买限价委托的价格一般比市场价格低；出售限价委托则往往比市场价格高。

在一般情况下，一旦收到顾客的限价委托，经纪人应马上在交易所交易厅执行收到的委托。当经纪人无法在短时期内执行限价委托时，经纪人就会将限价委托转而交给专业会员代为执行，因为经纪人有许多委托需要办理，所以，没有时间等着执行这种委托，专业会员一般能较快地完成经纪人转来的限价委托。

在委托买卖中，除随行就市委托外，运用最多的就是限价委托了，在一般情况下，无论是整份交易还是零数交易，限价委托几乎占所有委托的 50%左右。

第四，按委托有效期的时间划分

(1)当日委托。所谓当日委托就是指在委托提出的当天交易时间结束时自动失效的委托。在一般情况下，如果没有特别说明，所有的委托均被视为当日委托，这种委托只在提出委托的当天或提出委托时至交易时间结束时这段时间有效。上述随行就市委托就是当日委托，限价委托则可能是也可能不是当日委托。

(2) 一周期委托。这种委托的有效期按日历周计。在美国，一周期委托在星期五下午 4 点自动失效。一般而言，专业会员不接受一周期委托，不过经纪人有时倒可能接受。从顾客的角度看，提出一周期委托并没有什么特别的好处，所以一般用得很少。

(3)一月期委托。这是一种在每月最后一个营业日结束时就自动失效的委托。同一周期委托一样，这种委托对委托人没有什么特别的用处和好处，因此也用得很少。此外，专业会员一般也不接受这种委托。

(4)撤销前有效委托。顾名思义，这种委托在被执行之前，一直有效。顾客提出这种委托是基于其对市场未来情况的自信，他相信市场价格可能与其委托的价格相一致，所以不急于执行其委托。

在上面介绍的四种关于时间的限制性委托中，最常用的是当日委托，撤销前有效委托居第二，一周期和一月期委托用得都比较少。

第五，特殊种类

除以上介绍的一般委托外，还有许多较特殊的委托。这些委托往往是顾客为了特种目的而设的，种类尤其繁多，下面仅就一些比较常用的做简单介绍。

(1)限价补进或卖出委托。这种委托可细分为两类：其一是限价买进委托；其二是限价卖出委托。当市场价格达到或超过委托的限价时，经纪人应该立即象执行随行就市委托那样执行有关委托。具体而言就是，限价买进委托在市场价格达到或高于委托价格时变成随行就市委托。

限价补进或卖出委托在不同场合有不同的作用，总结起来，有六个方面的作用。

①保护顾客多头购买已有的利润；例如，有一投资人以 100 元一股的价格买进了 1 万股，后来价格上涨到 110 元一股，得到帐面利润 10 万元。但投资人分析认为，这种股票的价格可能下跌，于是他向证券经纪人发出限价卖出委托，即如果股票市价下跌到 106 元就卖出 1 万股股票，经纪人届时执行委托，每股可盈利 6 元，从而保障了投资人的投资利润。

②保护空头卖出者交易已有的利润。例如：有一个投资人预测某种股票价格要下跌，便以每股 100 元的价格卖出 100 股，如果股票在一段时间后下跌到 90 元一股，该投资人就会获得帐面利润 1000 元。这时，该投资人又担心股票价格上涨使利润减少，他出限价补进委托，当股票价格回升到每股 95 元时买进 100 股，如果证券经纪人执行了这一委托，按照每 95 元一股的市价买进 100 股，那么投资人在这笔交易中可获得帐面利润每股 5 元。

③防止或减少多头购买的损失。例如，有一投资人预计股票的市价将上升，于是他以 100 元价格购买了 100 股股票。但该投资人同时又想到证券市场的千变万化，因此他向证券经纪人发出限价卖出委托，指出如果价格下跌到 97 元一股，证券经纪人可以将其股票售出，这样他的损失只限于每股 3 元而已。

④防止或减少卖空交易的损失。例如，有一投资者认为股票市场价格最近将呈下降趋势，他以每股 100 元卖出 1000 股股票，并预计当股价降低时再买进 1000 股。但为了防止股价上升可能蒙受的损失，他向证券经纪人发出限价补进委托，即如果股票价格在每股 100 元或当时最佳可能的价格如 102 元时，就买进 1000 股，从而避免股票价格上升过高遭受更大的损失。

⑤在市场处于强势条件下进行多头购买；

⑥在市场处于弱势条件下进行卖空交易。

(2)限价及限价补进或卖出委托。顾客使用这种委托的目的有两个：一方面取得限价补进或卖出委托的好处，另一方面事先确定买卖股票的价格。所以，这种委托能获得限价委托及限价补进或卖出委托两者的好处。不过事实上，在实际业务中，该委托用得非常少。

除上述两种特殊委托外，还有许多种委托。这些委托不仅用得少，而且也较易于理解，所以在此不多赘述。为了方便读者，只将这些委托罗列如下：以开盘价为成交价的委托、以收盘价为成交价的委托、经纪人自主委托、立即执行余额作废委托、执行或取消委托、必须全部接收的联合发价、不得降价委托、可替代委托、转换交易委托、价格序列委托、以现金交易委托以及撤销订货委托等。

2. 经纪人的权利、义务及指令

(1)经纪人的权利。当顾客委托买卖的债券多于交易单位时，经纪人有权部分接受该项委托，委托人则应支付或接收已履行的那部分委托。在债券市场上，债券一般以 1000 元作为一个交易单位。例如，某顾客委托 A 公司债券(面额为 100 元)105 元的价格买进 100 张，经纪人甲在交易所按要求的价格购买了 50 张，那么该顾客应确认此笔委托。当顾客委托买卖的数量低于 1 交易单位时，经纪人则无权部分履行。

(2) 经纪人的义务。

①在执行委托过程中，经纪人应运用适当的技巧，使交易尽量有利于顾客；

②经纪人应依顾客委托的要求执行委托；

③经纪人必须在交易大厅内以公开叫价的方式达成买卖交易。

(3)买卖债券的指令。指令就是顾客买卖债券时对他所委托的经纪人提出的要求。根据这些要求，指令可以分成许多种，其中主要有：

①市场指令：指顾客要求经纪人立即执行的指令。经纪人接到这种指令，应立即为顾客买卖债券，不管当时债券价格怎样。当然，为了信誉，经纪人应

力争以对顾客最有利的价格完成交易。

②限价指令:当顾客要求经纪人以高于(或不低于)一定价格买(卖)某种债券时,他就向经纪人发出这种指令。经纪人接到这种指令,如市场上债券价格符合要求,他就应为顾客立即成交。如债券价格不符合要求,他就应等待。顾客发出限价指令通常都有时间限制,超过限定时间,指令自动作废。在纽约证券交易所,如无特别声明,顾客的限价指令以一天为限。

③停止损失指令:这是顾客向经纪人发出的一种保护性指令。根据这种指令,经纪人要在某种债券下跌(或下涨)到某一价格时,为他卖出(或买进)该种债券。顾客发出这种指令的目的是为获取尽可能多的盈利,蒙受尽可能少的损失。

四、交易过程

交易所里的经纪人一接到顾客的指令(多是通过顾客委托的证券公司),就迅速到买卖这种债券的交易柜台(在交易厅内)去执行指令。由于买卖某种债券的都是多家,因此,买卖是通过双边拍卖形式完成的。即在买卖过程中,竞争不仅发生在买主之间,在卖主之间也有竞争。世界各证券交易所进行双边拍卖主要有两种方式:口头交易和牌板交易。美、英等国的交易所多采用口头交易,即买卖各方的出价和要价都通过口头表达。现以纽约证券交易所的股票交易过程(债券交易过程与股票差不多,只是在一些细节上有所区别)为例来说明这种方式:经纪人来到交易柜台,首先要了解他所要买或卖的债券的交易情况,就是要问清当时这种股票的卖主们的最低要价和买主们的最高出价。回答他的通常是几个数字,比如

回答是:"100 3/8 和 100 6/8,20 对 40"。前面两个数字代表买主中间的最高出价为 100 3/8 美元,卖主中间的最低要价为 100 6/8 美元,两者相差 3/8 美元。后两个数字表示按当时的最高出价和最低要价,买主和卖主美元。后两个数字表示按当时的最高出价和最低要价,买主和卖主愿意买进和卖出的交易单位数,20 代表 20 个交易单位,40 代表 40 个交易单位。因为纽约证券交易所的交易单位为 100 股,所以上面回答的全部含意是,当时有人愿以每股 1003/8 美元买进 20000 股股票;有人愿以每股 1006/8 美元卖出 4000 股股票。情况清楚后,这位经纪人就要参加讨价还价了。如果他是代顾客买股票,就应从当时的最高出价逐渐往上加价;若是代顾客卖股票他就应从当时的最低要价逐渐往下减价。纽约证券交易所规定每次加价和减价都是 1/8 美元,这 1/8 美元就是纽约证券交易所的价位。当有的买方和卖方对价格满意决定成交时,他们就简单说个"买"或"卖"字,这笔交易就算完成,场内工作人员将成交资料输入电子计算机。债券交易与股票的区别是交易单位不一样,公债券及公司债券一般以面额 1000 美元的债券为 1 个单位。

澳大利亚、香港和东南亚一些证券交易所大都采用牌板交易。买方和卖方的最高出价和最低要价不是口头回答,而是通过在牌板上书写来表示。现以澳大利亚悉尼股票交易所为例来说明这种交易方式。假定该交易所的 90 号经纪人(在这个交易所的交易厅内,每个经纪人都有自己的代号)接到要买 ACE 公司股票的"市场指令",他应先在交易牌板上看一下 ACE 公司股票的交易情况。比如当时 ACE 股票的交易情况如下(我们只截取交易牌板上有 ACE 股票的一行):

……	……	……	……	……	……	……	……
ACE	87	154	156	37 45	157	158 155	156
……	……	……	……	……	……	……	……

上表从左向右的第一栏是股票名称;第二栏是在当时出价最高的买主(经纪人)号码;第三栏是买主出的最高价格,154 表示每股出价 1. 54 澳元(下同);第四栏是卖主的最低要价;第五栏是在当时要价最低的卖主号码。栏内有两个号码,表示有两个卖主愿以这个价格卖股票;第六栏是当日第一笔成交

的价格；第七栏是在 90 号经纪人接到指令时，ACE 股票当日成交的最高和最低价格；第八栏是最近一次成交价格。看了 ACE 股票的交易情况后，90 号经纪人知道，要想成交，必须高于 1.54 澳元的价格。这个交易所的价位为 0.01 澳元，于是他可以 1.55 澳元，并把它连同自己的号码写在牌板上，同时擦掉 87 号和 1.54 澳元，因为它已不再是当时的最高出价了。这时，交易牌板上 ACE 一行的变化如下：

……	……	……	……	……	……	……	……
ACE	90	155	156	33 45	157	158 155	156
……	……	……	……	……	……	……	……

这时如卖方有人如 46 号愿以 1.55 澳元一股成交，他便可直接找 90 号经纪人联系并办理成交手续，一笔交易即告完成。这时，交易牌板的 ACE 一行变成下面的样子：

……	……	……	……	……	……	……	……
ACE			156	37	157	158 155	156
……	……	……	……	……	……	……	……

除了口头和牌板交易处，有些证券交易所，如东京证券交易所和美国股票交易所（设在纽约的另一家交易所）等还辅之以手势。

近年来，随着电子计算机的广泛应用，有些交易所已逐渐用计算机代替上述传统的交易方式。如伦敦证券交易所从 1986 年 10 月下旬起采用电子计算机代替交易厅内的口头交易。

五、交割和过户

1. 交割

交割指买卖债券成交后，买主付出现金取得债券、卖主交出债券取得现金的手续。有些交割在买卖成交后立即完成，这种交割多发生在卖方急需现金、买方急需债券的情况下。有些交割是在成交后一定时间内（几天至几十天）完成的。

交割手续通常通过清算公司办理。一个投资者有时既买债券又卖债券，有些帐目可以互相抵消，最后只交付或收取净差额即可。

交割要经过下列程序：

(1)送帐单给客户。证券公司在成交后，要送帐单通知客户。客户应在规定的交割期内进行清偿，逾期不交割的，证券公司有权出售其债券，发生的亏损由投资者负责。

(2)支付佣金。投资者委托经纪人买卖债券要支付给经纪人佣金。

(3)证券公司寄送月报表。每个月证券公司都寄送月报表给客户，月报表记录了一个月交易的情况，包括交易日数、交易数量、债券名称、成交价格、存款数量以及客户所拥有的债券数目等。

2. 过户

交割完毕后，就要进行过户。就是将债券的所有权从一个所有人的名下，转移到另一个所有人的名下。“过户”只对记名债券或记名股票有意义，由于公司债券和政府债券多为无记名形式，所以，一般讲债券交易需要过户的数量很小。

投资者进行证券投资要支付一定的费用，这些

费用可以分为三类：

（1）佣金。顾客委托经纪人买卖证券应支付的第一项费用就是佣金。佣金的多少依交易所的不同而不同，而且即使是同一交易所，佣金的多少也因时间的不同而有所差异。以美国纽约证券交易所为例，在1975年5月1日以前，顾客支付的佣金多少，交易所有特殊的规定。其实行的是固定佣金制度，顾客应付佣金的多少可从特制的佣金表查得。在1975年5月1日后，该交易所开始采用竞争性佣金制度。出现这个变化的原因主要是：机构投资家，如人寿保险公司、养老金基金等的发展，加强了投资者的谈判力量；场外市场的竞争使交易所证券交易量日趋萎缩，在总的证券交易中的地位相对减弱。这样，交易所不得不进行改革，以增强竞争力，其结果就是各个大证券公司的佣金表取代了交易所统一的佣金表。1985年，英国伦敦证券交易所也实行了同样的变革。

（2）税收。美国有的州，对证券的买卖和转让还要征收一定的税收。一般而言，这种赋税都由卖方支付，税率的高低依债券价格高低而定，每次交易征税的最高限额是350美元。除此之外，美国证券交易委员会还要对每500美元的证券交易征税1美分。

（3）其它费用。主要包括：①顾客以保证金购买证券时应付的利息；②交易行为引起的证券及单据的邮寄费、保险费等。

六、柜台市场的债券交易程序

柜台交易是指在证券交易所以外的市场的债券交易。这种交易是在证券公司之间或在证券公司与客户之间直接进行的，柜台交易的债券大多为未在交易所挂牌上市的债券，但也包括一部分上市债券。70年代以后，世界范围的柜台交易有了迅速的发展。目前，美国和日本债券交易的相当大部分是在以柜台交易方式进行的。

1. 柜台交易的特点

柜台交易与交易所交易相比，具有一些特点：

第一，交易场所和交易时间都不固定

不像交易所有集中的交易大厅，柜台交易市场是由分散在各地的，规模大小不等的证券交易营业部以及电话、电子计算机网络所构成。有在证券交易营业部内的面对面交易，但更多的是通过电话、电传、计算机网络等通讯设备构成的市场网络来进行的。其中有不少是专线电话，还有覆盖全国的计算机网络（如美国的全国证券商自动报价协会就是通过一部安装在康涅狄格州的特鲁姆布尔大楼里的电子计算机，将全国6000多家证券商联系起来，及时准确地提供全国场外市场的行情，随时可以进行交易）。

第二，交易手续简便，交易规则比较灵活

柜台交易与交易所相比，手续比较简便。首先，上市债券不用经过严格的审查和批准，上市比较灵活、方便。其次，零星的小额交易也可以成交，而不像在交易所那样只能进行整数交易。交易规则也较灵活，比如对参与交易的证券商的限制就比在交易所内交易的证券商少得多，而且，个人可以直接参与交易，而不必像交易所那样必须经过证券经纪人。

第三，采用协商议价的方式进行交易

柜台交易的债券价格不象交易所交易那样通过公开竞争决定，而是由买卖双方协商议定。投资人可以直接与证券公司议价买卖，也可以委托经纪人与一家或数家证券公司议价买卖，这种协商议价的方式亦可称为私人议价。

2. 柜台交易业务

由于以上特点，决定了柜台市场的交易程序具有简单、多样化、灵活的特征。

柜台交易分为自营买卖和代理买卖两种业务，其中自营买卖所占比重较大，代理买卖的比重较小。也就是说，柜台交易是以自营买卖为主的。

第一，自营买卖的交易程序

自营买卖，指证券公司作为交易商为自己买卖债券，赚取价差。基本程序是：证券公司以批发价格从其他证券公司买进债券，然后再以零售价格将债券出售给客户，或者，证券公司以零售价格向客户买进债券，然后再以较低的价格批发给其他证券公司。证券公司通常设有证券交易营业部，在营业厅内对自己经营的债券同时挂出两个价牌：一个是证券公司购买这种债券的价格，称为买入价格，另一个是证券公司出售这种债券的价格，称为卖出价格。两者的差额即为价差。价差是证券公司经营自营业务的利润。证券公司推出价格后，无论是投资人要按买入价格出售，还是要按卖出价格购买，证券公司都不得拒绝。而投资者不同意证券公司推出的价格，双方还可以进一步讨价还价。

第二，代理买卖的交易程序

代理买卖，指证券公司作为经纪人，根据客户的委托，代理客户买卖债券，赚取佣金，即手续费。客户委托经纪人的程序与交易所交易委托的程序差不多，只是没有后者那样严格。经纪人接受委托后就在证券交易营业部内进行代理买卖。由于柜台交易是

以协商议价方式进行交易，因此，委托的指令也很简单，一般只有限价委托（但给予经纪人较多的自主权），特殊情况下有少量的随行就市委托。证券公司依照想买入债券的客户委托的买价或依照想卖出债券的客户委托的卖价，尽可能以对客房最有利的价格成交，然后向客户收取佣金。例如：当某客户想买入债券时，即与他的代理商行（某证券公司）接洽，该代理商行立刻用电话向几家证券公司打听行情，然后将其打听到的各家证券公司的报价告诉客户，如果客户认为满意，便可委托该代理商行代为买进。该代理商行用电话与有关的证券公司进行磋商，议定可能的最好买价（按打电话当时的行情定价，几分钟以后行情就有可能发生变化，但已议定好的价格不能再更改），并按此价格买进，交易即告成功。代理商行按规定向客户收取合理的佣金。

自营买卖所赚价差的多少和代理买卖所收佣金的多少，均由各国证券公司行业协会统一规定。

第八章　债券的偿还

一、债券的偿还期限

1. 长短期债券的分类

(1)分类。债券和股票不同,它是一种债务凭证,发行者要按期偿本付息,因此,它有一个多长时间后还本付息的问题。由于债券的利息,按照约定,或是在偿本之前分期支付,或是在还本时一并还清,所以一般来说,从债券发行日起到还本日止这段时间,叫做债券的偿还期限,简称债券期限。期限在1年以内的债券可归于短期债券,1年以上的算作长期债券,将20年或25年以上的债券称作超长期债券。也有人主张将长期债券再做细的分类,将2至5年的债券称为中期债券。中期和超长期的时间概念并无统一标准,不同国家的金融市场有不同的划分惯例,都是沿袭传统和习惯。

(2)短期债券。短期债券的发行者主要是企业和政府,金融机构中的商业银行因以吸收存款为其主要资金来源,而存款中有很大比例是一年期以下的存款,所以没有必要发行短期债券,一些投资银行所需的资金大都是较稳定的长期资金,所以一般也不发行短期债券。

①企业发行短期债券。企业发行短期债券大多是为了筹集临时性的周转资金需要。短期债券以美国CP最具代表性。CP是英文commercial paper的缩写,中文译作商业票据。在美国,商业票据狭义地指高信用级别的公司为满足季节性资金需要而发行的资筹工具,代替向银行借款,购买者主要是非金融公司。美国的商业票据市场可追溯至19世纪早期,但直至近20年,特别是80年代以来才有大发展。商业票据的未清偿价值1979年有1110亿美元,1986年8月有3230亿。商业票据多数是无担保的,商业票据的发行不需在证券交易委员会注册,但要经过一家美国评级机构评级。到期日在9个月以内。发行人有工业公司、商业公司、银行持股公司,以及外国子公司。主要购买人有工业公司、货币基金、银行等。在我国,随着金融市场的逐步兴起,开始有一些企业发行短期债券(即企业短期融资债券)筹集短期临时周转资金。到1989年,累计发了39.72亿元人民币的企业短期融资券。按现行管理规定,企业短期融资券的期限分为3个月、6个月和9个月三个档次,最长不得超过9个月。

②政府发行短期债券。政府发行短期国库券是为了平衡预算收支。美国财政部国库券的期限都在1年以下,分3个月、6个月、9个月和12个月四种。3个月和6个月的国库券于每星期一在12个联邦银行的分行出售。9个月和12个月的国库券每月发行一次。国库券的主要持有者有联储银行、商业银行、非金融公司、州和地方政府及个人投资者。国库券由于信誉高,流动性强,商业银行将其作为流动性资产,而且是二级储备的重要部分。国库券的偿还期限从91天到1年。我国从1981年开始发行国库券,但品种较单一,期限较长,一般为3年以上,实际上是长期国债券,这和国际上一般通行的分类不同。

(3)中长期债券。中长期债券的发行主体有政府、金融机构和工商企业。发行中长期债券的目的是为了获得长期稳定的信用资金。美国联邦政府发行的中长期国债品种较多。中期国债分2年、3年、4年、5年、7年和10年六种,长期国债年限在10年以上,30年以下。日本的中长期国债,中期国债期限在5年以内,分贴息债和附息债两种。贴息债期限5年,每隔1月向个人投资者发行。附息债有2年期、3年期和4年期三种,采取公开投标方式发行。长期国债一般期限为10年,每月以附息方式发行,投资者是商业银行和大藏省资金运用部。超长期国债。1983年开始,日本政府以信托基金、养老金、互助公积金和保险准备金为对象发行了期限为15年和20年的超长期国债。

企业和金融机构也可以发行长期债券。进入80年代以后,西方金融市场上筹集和融通资金出现了证券化趋势,发行长期债券的数额越来越大,债券品种也越来越趋于多样化。本章不再一一列举。

2. 设置偿还期限的参考因素

债券发行人确定所要发行的债券的期限长短时,要考虑以下几个因素:

第一，资金的使用和偿还计划

资金的使用和偿还计划包含两方面的内容：其一是资金需求的性质，即发行债券筹集的资金用来做什么。如果要为兴建一个建设项目，或者用于企业改建、扩建，或者尚需补充一部分生产所需的最低限度的流动资金，那么，满足这种需求的资金应当是长期资金，如果是为季节性、临时性需要发债筹资，应当是发短期债券。其二是综合发行单位的资金来源和运用情况，确定可以偿还债券的时间。在其他资金来源增加，或者资金占用减少的情况下，可以缩短债券的偿还期限。

第二，筹资成本

粗略地说，筹资成本包含两部分：一部分是利息；一部分是发行成本（包括发行手续费、证券印制费、宣传广告费、信用评级费用、担保费用、其他有关费用）。在考虑发行多长期限的债券的使得所支付的利息比较划算时，涉及对未来市场利率水平的预期。如果预期市场利率今后要下降，筹资人通常愿意发行期限较短的债券。这样，若市场利率果然趋降，筹资人便可再以较低利率发行新债券，以减少全部筹资利息支出。反过来，如果预期将来市场利率上升，则筹资人会倾向于发行期限较长的债券，以避开市场利率上升阶段，使筹资成本不随市场利率的上升而增加。在考虑利息成本的同时，也要考虑发行成本。发行成本项目大多是一次性固定费用，债券期限越长，年度单位资金成本就越低。综合考虑筹资成本，就可以将在预期将来市场利率下降时，缩短债券期限会减少的成本与债券发行成本相比，如果节省的利息支付大于发行成本的增加，那么，从成本角度看，缩短债券期限是适宜的。反之，如果节约的发行成本少于利率提高增加的利息支出，缩短债期是不必要的。在二者相当的情况下，债券期限的设置就不需考虑成本问题了。

第三，交易市场是否发达

证券交易市场是否发达，是影响债券期限设置的重要因素。交易市场发达，信用等级高的债券可以很方便地买卖，增加了债券的流动性，债券持有者需要资金或者变换证券品种时，可以随时将其变现，便敢于购买长期债券。如果交易市场不发达，无疑增加了债券持有者的投资风险，长期债券就会难于推销，迫使筹资人只能发行期限较短的债券。

另外，还有投资者的偏好、消费倾向，以及证券市场上其他债券的期限构成，也是筹资人在选择期限时要考虑的因素。

二、债券的偿还方式

1. 债券利息的支付

债券按利息的支付方式分类，可分为不记名债券和记名债券两种，不记名债券又可分为附息债券和贴息债券。

记名债券要在券面上注明债权者姓名，同时在发行公司的帐簿上登记，转让记名债券时，除要交付债券外，还要在债券上背书和在公司帐簿上更换债权者姓名。记名债券的债息一般由发行者按期以支票方式付给债券购买者。

不记名债券是指券面不注明债权人姓名，也不在公司帐簿上登记姓名的债券。不记名债券有贴现债券和附息债券两种。贴现债券亦称贴息债券或贴水债券，这种债券券面上不标明利率，以低于面额的价格发行，到期时以面额价还本，发行价与面额之差即为利息。很显然，贴现债券的利息是发行者在卖出债券时就已付给购买者了。附息债券一般是按面额发行，发行后按照一定的时间间隔分期支付利息，并以面额还本的一种债券。采取满期前分期付息的债券大都是中、长期债券，持券者可将利息再行投资，取得复利收益。付息间隔期通常为半年一次。附息债券附有称为息票的小纸券，记录着付息日期和金额，持券人按期持券到指定的付息处，剪下息票换取利息。待剪完全部息票时，即全部利息付完，债券到期，遂行还本。

2. 债券本金的偿还

债券是一种债权凭证，除永久性债券外，到期债务人必须偿还本金，但偿还方式可以不同。债券的偿还方式，大致可以分为满期偿还、期中偿还、延期偿还三种。期中偿还按偿还的数额比例又可分为金额偿还和部分偿还。部分偿还按偿还时间又分为定时偿还和随时（任意）偿还。期中偿还时，偿还方法可以采用抽签偿还和买入注销两种方式（参见图2.8.1）

满期偿还 ⎧ 全额偿还
期中偿还 ⎨
延期偿还 ⎩ 部分偿还 ⎧ 定时偿还 ⎩ 随时偿还

图 2.8.1 债券本金偿还方式

第一，满期偿还

满期偿还就是按发行债券时所规定的还本时间，在债券期满时一次全部偿还。我国目前发行的企

业债券、3年期的国库券，都是属于满期一次偿还。

债券在期满之时偿还本金是由债券的内在属性所决定的，是购买和售卖双方在一般情况下不言自明的约定。如果筹资人在发行债券时考虑到债券不一定全部在到期日还本，即可能期中偿还或延期偿还，必须在发行前，规定特殊的还本条款，也就是做出特殊还本约定。

第二，期中偿还

期中偿还是在最终偿还期之前部分或全部偿还本金的偿还方式。

（1）部分偿还，部分偿还一般是从发行日起，在经过一定期间（宽限期）后，将发行额按一定比例偿还给投资者，以日本为例，公司债的宽限期长短因偿还期限的长短不同而有所区别。15年债券的宽限期为8年，12年债券为5年，10年债券为3年，7年债券与6年债券为2年。一般而言，每隔半年或一年偿还一批，目的是减轻发行人一次偿还的负担。债券还本的期限越长，利率也越高，以示公平。

部分偿还按照偿还时间划分，又可分为定时偿还和随时偿还两种方式。定时偿还也称分割偿还，是在债券到期前，分次在规定的日期按一定偿还率偿还本金的偿还方法。一般是在宽限期后的每次利息支付日，连同利息一起偿还给债权者。定时偿还的偿还日期、偿还率、具体偿还方式（抽签偿还还是买入注销）是在发行债券时就确定了的，并且需要在发行条件中注明。随时偿还是一种由发行者任意决定偿还时间和偿还金额的偿还方式。采用这种方式完全凭发行者的意愿，会损害债权者的利益，所以在实际中不常见。若采用这一方式，也必须在发行条件中注明。

（2）全额偿还。全额偿还是在债券到期之前偿还全部本金的偿还方式。发行者采用这种偿还方式，主要是出于以下两种考虑：一是发债后，由于种种原因，资金出现过剩，这种情况下采用提前全额偿还方式，可以避免不必要的利息负担；二是发债后，市场利率下降，发债时所确定的利率显得过高，在这种情况下，发行人提前偿还全部债券，发行利率较低的新债，可以降低筹资成本。金额偿还往往对投资人不利，因为市场利率下跌后，再投资已没有获取高利的机会，因而债券发行人的兑回价格常高于票面价值，其差额称为期前兑回溢价。全额偿还的具体办法，一种是发行人委托有关机构在二级市场上购回所发债券，这种办法不损害投资人的利益，可以简单迅速实现偿还计划。不过，这种方式受债券流通市场上价格和供应量的限制，有时不能达到偿还目标。特别是在偿还数量较大时，更加难以把握。另一种办法是事先设置选择性赎回条款，规定发债人拥有在所发债券到期之前以相当于或高于面值的价格直接向持有人赎回债券的权利，使债券发行人可以随时根据自己的财务状况调整债务结构。上述两种方法虽然都可以起到返还本金的作用，但二者的法律性质是不同的。前者是按照买卖自愿的原则达到返还本金的目的；后者是不考虑债权者的意志，按照约定的条件偿还本金的行为。

第三，延期偿还

债券发行人发债时可以设置延期售回条款，赋予投资人在债券到期后继续按原定利率持有债券直至一个指定日期或几个指定日期中的一个日期的权力。这一条款对债券发行人和购买人都有利，它使筹资人在需要继续发债和投资人愿意继续购买时省去新发债券的麻烦，债券持有人也可以据此灵活地调整资产组合。

第九章　债券投资收益分析

一、影响债券价格的因素

理论上债券的面值就应是它的价格，但事实却并非如此，在债券市场上债券的面值是固定的，而价格却是经常变化的，造成债券价格与价值脱离的原因很多，因债券有发行价格与转让价格之分，所以，在讨论影响债券价格因素时也分开讨论。

1. 影响债券发行价格的主要因素

(1) 债券到期时间。债券到期时间长，其价格就低，即债券售价比其票面价值低；反之债券期限较短，其价格则较高，即债券售价比票面价值高。因为期限长，本身就意味着有不可测的市场风险。因此必须以低于面值的价格出售债券，才能诱使投资者踊跃投资。

(2) 债券息票率。息票率即债券的票面利息率，即名义利息率。息票率高，影响债券价格向高方向发展，息票率低，则使债券售价向低的方向发展。在债券市场上，由于债券从决定发行到实际发行要经过一套发行程序，必然有一段时间间隔。因此当债券实际上市时，其票面利率与债券市场上的利率水平相比则会出现较大变动，即债券名义利息率与实际利息率出现差距，此时要重新调整已印好的票面利率已不可能，而要吸引投资者则只能调整债券发行价格。因此，一般情况下，当债券息票率高于市场利率时，其价格亦应高，即债券的售价应比其面值高；反之息票率低于市场利率时，其价格亦应低，即债券的售价应低于面值。如此，才能使持券人的实际收益水平得到保障。

(3) 债券风险。不言而喻，债券风险大的，其售价应比面值低，风险小的，售价自然高，使投资者有所补偿。但问题是一般投资者如何预测债券风险的大小。一般来说，投资者主要依据发行该债券的公司的信用级别作出判断。该公司的信用级别高，则认为该债券的风险较小，其售价也就自然可以高。反之亦然。

债券以发行价格进入市场以后，其价格并非一成不变，在一次又一次转让中会形成各种新的转让价格。

2. 影响债券转让价格的主要因素

既然债券做为一种金融商品在金融市场上被不断买卖，它也就不可避免地受到商品市场规律的制约而遵循价值规律。即债券供求状况影响债券转让价格，当供不应求时则价格高于面值而看涨，当供过于求时则价格下落。能够影响债券供求情况，从而引起债券转让价格变动的因素较多而复杂，有必要分别讨论。

第一，一般性经济因素

(1) 社会经济发展情况。在一段时期内，当经济发展呈上升趋势时，企业肯定要增加设备投资，故而需要大量资金，如果手中持有债券，则会卖出，如果手头资金不足，就要从金融机构借款或发行公司债，必然造成市场上对资金的需求量扩大，于是市场短期利率上升，债券价格下跌。当经济发展不景气生产过剩时，生产企业对资金的需求急剧下降，金融机构则会因借方减少而出现资金剩余，于是市场短期利率便会下降，资金纷纷转向债券投资，债券价格也会随之上涨。

(2) 财政收支情况。财政在整个年度内，收大于支有盈余时，财政就会把剩余的资金作为存款存入银行，同时也会购入一些金融债券或买进一些企业发行的公司债，从而造成债券市场需求增大，债券价格便会上涨，反之如果财政入不抵出，则就要向金融机构借款或依靠金融机构和其他机构卖出所持有的公债而取得平衡，此时扩大了市场上债券的供给量，债券价格自然会下落。

(3)中央银行金融政策管理操作。为了稳定通货和维持金融秩序，中央银行有四大金融政策即利率政策，公开市场管理，调整存款准备金策略和选择性的金融调整。其中利率政策主要是通过提高或降低法定利率而间接影响资金供求量，从而影响债券价格。调整存款准备金是采用变动民间银行存款准备金比率。选择性的金融调整是用对某些特殊部门有选择性的金融调整的方法，总之，上述三种政策变化对债券市场的供求状况、债券的价格的影响都是间

接的,有直接影响的是公开市场管理操作。中央银行往往利用其公开市场管理的职能,当信用扩张时,在市场上抛售债券,这时大量债券充斥于市,价格必然下跌。而当信用萎缩时,中央银行又从市场上买进债券,这时价格则会上涨。

(4)货币市场利率水平。债券与股票不同,所有的债券在利率发生变化时都会朝一个方向运动,即当货币市场利率上升时,债券持有者就会抛出债券将资金投向高利金融商品,此时用于债券的投资减少,于是债券价格下跌,反之则流入债券市场的资金增多,投资需求增加,债券价格上涨。债券价格与货币市场利率呈反向运动,而且债券的剩余时间越长,受市场利率的影响越大。

(5)物价波动。当物价上涨的速度较快时,人们出于保值的考虑,必将资金投资于房地产或其他可以保值的物品,债券供过于求,从而会引起债券价格的下跌。

(6)汇率变动。在金融市场比较发达,各种币值的债券较多而投资又不受很多限制的情况下;当某种外汇升值时,就会吸引投资者购买以该种外汇标值的债券,使债券价格上涨;反之,当某种外汇贬值时,人们纷纷抛出以该种外汇标值的债券,债券价格就会下跌。

(7)新发债的发行量。一般来说,随着发行量达到一定程度,金融资产也会相应增加到一定程度,供与求相适应,不会给市场造成压力,然而一旦发行量超过金融资产所能承受的限度,就会打破供求平衡,造成供大于求,债券价格就会随之下跌。

上述我们讨论的只是一般性影响因素,是经济性的,但在实际生活中,往往许多非经济性特定因素,比如政治形势,心理变化等经常对债券价格产生难以预料的影响。

第二,非经济性因素

(1)政治因素。政治是经济的集中反映,并反作用于经济的发展,政治形势的变化会影响每一个经济集团,甚至每个公众的经济行为。政治与经济的紧密关系在有价证券市场上表现尤为突出。例如1987年8月美国和伊朗的对峙加剧了海湾地区的紧张局势,前景莫测,这时,世界金融中心之一的伦敦市场交易清淡,债券交易额下降,投资者在谨慎地观望。再如,历届美国总统竞选都对有价证券市场产生影响,有统计资料表明,自1949年以来,除个别年份外,凡民主党当政的第一年,股票价格均上涨,债券交易额也上升,凡共和党当政的第一年,股票价格均下跌,债券交易额则有所下降。

(2)心理因素。人们心理状态的变化,有时往往会对投资者的投资行为产生重大影响,从而导致债券价格的变化。许多情况都会引起投资者心里发生变化,甚至有些传闻或谣言也会造成投资者抢购或抛售某种债券,以致引起这种债券的价格暴涨或暴跌。1986年9月席卷纽约证券交易所的黑色浪潮,主要就是由于传说利率和通货膨胀率要上升,里根心脏病发作,人们在惊恐中纷纷大量抛售有价证券,造成价格暴跌,市场混乱。这方面的例子比比皆是。投资者的这种心理作用,就象消费者对商品的选购一样,当一部份人抢购某一商品时,其他的消费者很容易被吸引并很快加入抢购行列,往往后来参加抢购的人也不知自己为什么要抢购,此价格是否合理等等。

(3)投机因素。在债券交易中,和商品交易一样,存在着买卖差价,投资者总是千方百计低价买入,高价卖出,从中获利,这是符合商品经济规律,无可非议的。但是不排除其中确实有少数人不择手段,投机倒把,扰乱债券价格。例如,在某一短暂的时期内,债券交易量猛增,并不是老企业发行了新债券,也不是新企业发债券,猛增的原因之一,就是债券倒手的次数增加,很明显,某些投机活动使债券价格上升了。

综上可以看出,除一般性经济因素对债券的价格有影响外,非经济性的特殊因素对债券的价格也有影响,这些影响有时甚至很激烈,很明显,很迅猛,而且影响范围之广,跳跃性之大,简直令人难以置信,不容忽略。

二、债券转让价格的计算

1. 债券转让价格计算的基本理论

第一,转让价格的含义

在二级市场上已发行但未到期的债券以一定的价格在投资人之间再次被买卖、转移,这个价格便是债券的转让价格,俗称债券行市。同其它有价证券一样,债券的转让价格有二层含义。第一层含义指人们根据较为规范的计算公式计算出来的理论价格,第二层含义才是债券在转让市场上被买卖的实际成交价格,即市场价格。实际成交价格是无法计算的,因为其在形成过程中,受到发行价格、交易成本、供求状况以及投资者对债券风险要求补偿的程度等一系列诸如上节我们所讨论的各种因素的影响和制约,而这些因素的影响程度又是无法进行度量和测定

的，如此也就无法给出关于实际成交价格的统一的定量计算。事实上，实际成交价格只是转让价格的最终表现，尽管受到各种因素影响而千变万化，但其基础仍是可以规范计算的理论价格。因此，理论价格的计算显得特别重要，而债券转让价格的计算也就只能是指债券理论价格的计算。

第二，理论价格的计算根据

债券的理论价格是根据现值理论计算出来的。现值理论认为：由于时间和利率等因素的存在和影响，人们今天手中掌握的一定数量的现金作为本金会不断升值，不同的投资方式，时间和利率等因素的不同影响程度，决定了本金升值额也各不相同。例如，人们可以把这笔本金存入银行，也可以用于股票、债券投资，若干年后，这笔本金所带来的未来货币收入额将大于今天的数额，超出金额的多少也会因存入银行或投资于股票、债券这两种不同的投资方式而不同，因此，人们必然要计算：在目前这种市场利率水平下，未来的货币收入额在现在要值多少钱，哪种投资方式升值更多，充分比较后做出投资决策。这个未来货币收入额对于今天的投资者来说即期终价值，简称期值或终值，而用当前的市场利率将终值折算成现在的价值，就叫未来货币收入的现在价值，简称现值。对债券投资者而言，债券所能够带来的未来货币收入便是债券的期值，而投资者为获得这些未来收入在购买债券时所支付的价款即投资者的投资额便是现值，实际上即是债券的理论转让价格。

第三，理论价格的决定变量

根据上述现值理论，我们可以推出决定债券理论价格（现值）主要有三个变量。

（1）债券的期值，债券期值本身是可以根据债券的面额，票面利率（息票率）和有效期限计算出来的。即：

债券期值＝债券面额＋债券面额×票面利率×有效期限

（2）债券的期限，对投资者来说，债券的期限有两个，有效期与待偿期。有效期是指债券自发行日起至最终偿还日止的这段时间，一般在计算债券发行价格时使用。待偿期指债券在本次转让时从交易日起至偿还日止的这段时间，实际上是债券的剩余期限，在计算债券转让价格时使用。

（3）利率水平，是指债券市场上绝大多数买卖双方都能接受的证券收益水平。

对任何一种债券，只要已知上述三个变量就可以计算出它的理论价格。但由于债券有各种计息方式和不同的付息次数，因而其现值也将是各种不同的结果，下面我们分别给出有关债券理论价格的系统计算公式。

1. 债券转让价格的计算公式及总结

第一，附息票债券的价格公式

按付息发行，到期时一次还本付息或分次付息，即通常所指的附息票债券（剪息债）的价格公式。我们将根据付息频不同，分别介绍。

（1）一次还本付息即利随本清债券转让价格计算公式：

$$P=\frac{D}{(1+i)^N}$$

（2）按年付息债券的转让价格计算公式：

$$P=A\sum_{t=1}^{N}\frac{1}{(1+i)^t}+\frac{D}{(1+i)^N}$$

（3）半年付息债券转让价格计算公式：

$$P=A\sum_{t=1}^{2N}\frac{1}{(1+\frac{i}{2})^i}+\frac{D}{(1+\frac{i}{2})^2N}$$

（4）按季付息债券的转让价格计算公式：

$$P=A\sum_{t=1}^{4N}\left[\frac{1}{(1+\frac{i}{4})^i}\right]+\frac{D}{(1+\frac{i}{4})^{4N}}$$

第二，贴现债的转让价格计算公式

按贴现付息发行，到期时偿还票面余额即贴现债的转让价格计算公式

$$P=V_P\ (1-\frac{i_2N}{360})$$

式中：P 为债券转让价格（现值）；D 为债券期值 $D=V_p$（$1+i_1N_1$）。（其中 i_1 为债券名义利率。N_1 为债券有效期限）；A 为每次付息额 $A=D_i$；V_p 为债券票面值，i 为债券市场利率；N 为债券待偿期限；i_2 为债券贴现率。

在计算过程中只要给定利率和期限，便可以通过查表找到相对应的 $1/\ (1+i)\ N$ 和 $\sum_{t=1}^{N}1/\ (1+i)^t$ 的数值，将其代入公式，便可很方便地得出债券转让的理论价格。

例：1985 年我国财政部向个人发行的国库券有效期为 5 年，年利率单利 9%，问如果 1988 年 5 月 1 日转让面值为 100 的一张此种国库券其转让价格应是多少？

〔解〕显然属于附息发行，到期一次还本付息债券计算类，到 1988 年 5 月 1 日待偿期为 2.1667 而

且市场利率在10%左右（1988年初我国各种债券利率大致在9.5～10%，故市场利率为10%）。其转让价格应为：

$$P=\frac{D}{(1+i)^{N}}=\frac{V_P\ (1+i_1N_1)}{(1+i)^{N}}$$

$$=\frac{100\ (1+9\%)\ \times 5)}{(1+10\%)^{2.1667}}=117.95\ (\text{元})$$

根据上述计算公式，我们可以作出如下简单总结。

债券转让的理论价格取决于它的期值、待偿期限和市场收益率。其中期值基本是已定的，待偿期限是已知的，最活跃的便是市场收益率。市场收益率的升高或降低对债券转让价格有直接影响，而且成反比关系。如果市场收益率上升，则转让价格下跌，反之亦然，如果转让价格下跌，则意味着市场收益率在上升。

值得说明的是上述债券转让价格计算公式，同时也适用于发行价格公式的计算，只是其中N的含义不同，在发行价格公式中N代表债券的有效期限。

另外，根据上述公式关系，在期值已定、待偿期限已知的条件下，只要能预计出债券的转让价格，便可以计算出债券的市场收益率，亦即此债券能为购买或持有该债券的投资者所提供的年收益率。有关债券收益率计算问题，我们将在第三节讨论。

债券在期货交易中，价格计算与上述不同，简单介绍如下。

第三，债券在期货交易中的价格计算公式

由于债券期货交易在实际交割时有几种情况，相应地债券转让价格也有以下不同计算方法。

（1）交割结算的转让价格公式，即如果债券买卖双方直到最终交易时未发生反方向买卖交易，则可按现货结算：

$$P=P_{\text{单}}\times\frac{V_P}{100}+A-S$$

（2）差额结算的转让价格公式，即如果债券买卖双方在最终交易日之前又进行了相反方向的买卖，则可以只结算其差额：

$$P=\ (P_2-P_1)\ \times\frac{V_P}{100}-S$$

式中：P为最终结算金额；$P_{\text{单}}$为交割单价；S为委托手续费；P_2为卖出价；P_1为买进价。

$P_{\text{单}}$＝（最后结算价×换算系数）＋（预约价格－最后结算价格）

委托手续费分别发生于卖出时和买进时，无论收或付都要支付。

在上述计算中，没考虑交易税因素，由于篇幅所限，委托保证金的初次交纳和追加方法的计算公式，在此一并略去。

第四，债券在回购协议交易中的价格计算

回购协议交易因有附息票和贴现之分，故价格计算也有不同。

（1）附息票债券回购协议交易价格公式：

$$\text{回购单价}=\frac{100}{V_P}\left[\left(\text{卖出价}+\text{卖出时应计利息}\right)\times\left(1+\text{筹资成本}\times\frac{\text{卖出天数}}{360}\right)-\text{购回时应计利息}\right]$$

$$\text{卖出单价}=\frac{100}{V_P}\left[\frac{\text{购回价格}+\text{购回时应计利息}}{1+\text{筹资成本}\times\frac{\text{回购期限}}{360}}-\text{卖出时应计利息}\right]$$

筹资成本＝

$$\frac{360}{\text{回购期限}}\times\frac{\left(\text{购回价格}+\text{购回时应计利息}\right)-\left(\text{卖出价格}+\text{卖出时应计息}\right)}{\text{卖出价格}+\text{卖出时应计利息}}$$

（2）贴现债券回购协议交易价格公式：

回购单价＝

$$\frac{100}{V_P}\left[\text{卖出价}\times\left(1+\text{筹资成本}\times\frac{\text{回购期限}}{360}\right)\right]$$

$$\text{卖出单价}=\frac{100}{V_P}\times\frac{\text{回收价格}}{1+\text{筹资成本}\times\frac{\text{回购期限}}{360}}$$

$$\text{筹资成本}=\frac{\text{回购价格}-\text{卖出价}}{\text{卖出价}}\times\frac{360}{\text{回购期限}}$$

三、债券投资收益率的计算

1. 债券收益率概述

在选择债券投资对象时，有必要将各类债券的收益情况加以比较，准确地计算债券的收益率是精明投资者在投资决策过程中必不可少的行为。

所谓债券投资收益率是指在一定时期内，一定数量的债券投资收益与投资额的比率。其中作为分母的投资额很容易得到，一般情况下即为债券投资者投资购买债券的金额，实际上即购买价格。要计算收益率，关键在于作为分子的债券投资收益。债券投资收益包括三个方面：债券的利息收入；债券资本损益；债券利息再收益。不同的投资者对上述三个方面的收益会有不同的兴趣，有的人着眼于投资后的利息收入，有的着眼于买卖时的盈亏（资本损益），有的寄希望于利息的再投资。即使投资者都对同一种

收益感兴趣，由于投资时机不同，其收益率也会各不相同。有些投资者在债券发行时投资购买并一直持有直至期满，有些投资者虽然也在债券发行时购买，但未持到期，中途转让，有些投资者在债券被他人中途转让时投资购买，并持有到期满，而有些投资者未持到期满而再一次转让，如此不同的投资者，其债券投资收益率自然也不同。故在讨论债券投资收益率计算问题时，有必要根据上述不同的情况分别介绍。

2．附息票债券收益率的计算

（1）新发债收益率。即认购者收益率，指投资者在债券发行时投资购入并持有直至期满的收益率，属单利到期收益率。此种收益率由债券的有效期、息票率和发行价格决定。此时的发行价格即为债券的实际销售价格。对投资者而言即购买价格，系投资额。由于发行价格一般略低于票面余额，而按票面余额偿还，因此投资者除得到债券利息收入外，还可以获得债券票面额与发行价格之差，即资本损益。故其收益率应为：

$$R=\frac{A+G_1}{P_1}\times 100\% \qquad (a)$$

式中：R 为债券收益率；P_l 为债券发行价格。在新发债收益中为购买价格，即投资额；G_1 为新发债资本损益额：$G_1=(V_p-P_1)/N_1$。

其余未说明符号在本章第二节中已出现过并介绍，在此含义依旧不变。

（2）既发债收益率。即最终收益率，指债券投资者在债券流通市场上投资购入已发行的债券并持有直至期满的收益率，属单利到期收益率。此种收益率由债券的待偿期，市场利率和购买价格决定。此时的购买价格即为债券市场上的债券转让价格；待偿期指转让时债券的剩余期限；市场利率指当时债券市场的利率而非息票率。投资者既可以得到未到期的利息收入，也可以获得资本损益差额。故其收益率为：

$$R=\frac{A+G_2}{P_2}\times 100\% \qquad (b)$$

式中：G_2 为既发债资本损益额：$G_2=(V_p-P_2)/N_2$；P_2 为转让价格；N_2 同本章第二节中的 N。

新发债收益率和既发债收益率都是反映债券投资全部收益状况的指标，不同点在于二者的投资额，投资期限和投资利率不同，二者的共同特点在于，在单利计息的情况下（即没有复利收益，利息不再投资），投资者可以获得投资收益中的各项收益，而且都以债券持有到期满为条件。但实际上，在债券市场发达的国家，投资者为了各种目的，往往在债券期满之前就售出而得不到资本损益收入，因此投资者对此也不很感兴趣，而更注意债券利息的收益，那些资本损益收入额小而利息相对较高的债券更受欢迎。在这种情况下，债券收益率的计算则较为直接明了。

（3）直接收益率。债券投资者只考虑债券利息收入高低的收益率。其计算公式为：

$$R=\frac{A}{P_2}\times 100\% \qquad (c)$$

与前二种债券收益率相比，作为当期收益率的直接收益率既不能反映不同期限的债券在收益上的差别，也不能反映债券折价或溢价买卖时所发生的损益，而只能一目了然地对比债券利息收益率的高低。因此要比较不同期限，不同价格及不同息票率的债券的收益率时，只能运用到期收益率，即新发债利率或既发债利率的计算方法。

债券投资者在投资决策过程中除了要考虑上述到期收益率和当期收益率外，往往还要考虑持有期收益率。

（4）持有期收益率。债券投资者从投资购入即发债之日开始持有到卖掉债券之日止，其间的收益率。一些短期投资者往往在债券期限内完成买进和卖出行为，所以债券持有期的收益率就成为他们衡量投资收益的最重要的指标。其计算公式为：

$$R=\frac{A+G_3}{P_2}\times 100\% \qquad (d)$$

式中：G_3 为持有期收益；$G_3=(P_3-P_2)/N_3$；P_3 为债券卖出价格；N_3 为投资人的债券持有期。

（5）平均年收益率。即债券投资者只考虑平均期限内收益的高低。其计算公式为：

$$R=\frac{G_3/N_3}{P_2}\times 100\% \qquad (e)$$

以上所列举的到期收益率、当期收益率和持有期收益率都是用单利的方法计算的，其重要缺欠就是舍去了利息的再投资因素。正象本节之初我们讨论的那样，债券的收益是包括三方面的，即除了债券的利息收入和资本损益外，还包括债券利息再投资收入。因此在衡量债券收益率状况时还有一种计算方法，即复利法。

（6）最终收益率（复利到期收益率）。债券投资者在投资购入债券时即考虑债券利息收入、资本损益外，还考虑债券利息再投资收入的收益率。其计算公式为：

$$R=\sqrt{\frac{P_4+A\left[\frac{(1+i_3)^N-1}{i_3}\right]}{P_2}}-1\times 100\%$$

(f)

式中：N 为投资期；P_4 为偿还价格；i_3 为再投资率。

3. 贴现债券收益率的计算

(1)贴现债单利最终收益率。债券投资者在投资购入债券后不获得债券利息收入，而只获得偿还价格与购买价格之差额的收益率。即贴现债不支付年息，只是以低于票面额的价格发行，以票面额偿还。此时购买价格即为投资额。其计算公式为：

$$R=\frac{P_4-P_2}{P_2}\times\frac{365}{N}\times 100\% \qquad (g)$$

式中：N 为债券未经过天数。

(2)贴现债复利最终收益率。债券投资者所能够获得的债券收益，也只限于偿还价格与购买价格之差。其公式为：

$$R=\left(\sqrt[N]{\frac{P_4}{P_2}}-1\right)\times 100\% \qquad (h)$$

上述二种计算方法的区别在于：债券偿还期限不同，偿还期在一年以内的贴现债往往采用单利计算，而偿还期超过一年的贴现债一般用复利计算。要判断偿还期是一年以内或一年以上，主要看债券未经过天数。未经过天数是指从购买日起到偿还日止的天数。

下面给出几个简单的债券交易实例，以便准确地理解上述公式，能够应用。

例 1：某投资者在债券挂牌期间，在次级市场买入 980 元债券，每年剪息票收入 60 元，持有 5 年后以 1020 元卖出，问该投资者的债券持有期收益率是多少？

根据公式 (d)

$$\text{持有期收益率}=\frac{(A+G_3)\ 100\%}{P_2}=\frac{A+\ (P_3-P_2)\ /N_3}{P_2}\times 100\%$$

$$=\frac{60+\ (1020-980)\ /5}{980}\times 100\%=6.94\%$$

例 2：一张期限 8 年的公债，贴现发行，出售价为 5226 元，到期价为 1 万元，复利计息。问该贴现债复利最终收益率是多少？

根据公式 (h)，该债券是贴现债又复利计息偿还期 8 年，超过一年以上，故

$$\text{最终收益率}=\left(\sqrt[N]{\frac{P_4}{P_2}}-1\right)\times 100\%$$

$$=\left(\sqrt[8]{\frac{10000}{5226}}-1\right)\times 100\%=8.45\%$$

例 3：美国联邦政府曾发行一种面值为 1 万美元，归还期限为 91 天的无息短期国库券，为了吸引投资者，在市场上以 9650 美元出售。问这种债券的年收益率是多少？

显然该债券属贴现无息债券，面值 1 万美元，发行价格 9650 美元，偿还期 91 天，在一年以内，故根据公式 (g)

$$\text{年收益率}=\frac{P_4-P_2}{P_2}\times\frac{365}{N}\times 100\%=\frac{(10000-9650)}{9650)}\times\frac{365}{91}\times 100\%=14.55\%$$

例 4：某甲于 1988 年 9 月 1 日购入一张面额为 100 元，利率为 11%的企业债券，购入价格为 105.5 元（发行价），1990 年 10 月 1 日到期。问某甲将获得的到期收益率是多少？

这是新发债到期收益率，根据公式 (a)

$$\text{到期收益率}=\frac{(A+G_1)\ 100\%}{P_1}=\frac{A+\ (V_P-P_1)\ /N_1}{P_1}\times 100\%$$

$$=\frac{11+\ (100-105.5)\ /2.082}{105.5}\times 100\%=7.923\%$$

其中 2·082＝（1990 年 10 月 1 日—1988 年 9 月 1 日）/365

例 5：债券买入价为 1000 元，总收益将为 400 元，准备持有 5 年。问平均每年收益率是多少？

根据公式 (e)

$$\text{平均年收益率}=\frac{G_3/N_3}{P_2}\times 100\%=\frac{400/5}{1000}\times 100\%=8\%$$

最后说明一点，债券投资者如果持有的是附息票债券（剪息券），那么他在可能获得到期收益、当期收益、持有期收益、最终收益的同时，还会有另外一种意想不到的小小收益，即应计利息收益。债券利息在有效限内会支付很多次，在两次付息日之间卖出债券者，会损失期间的收益，购买者可以获得此收益。为公平合理，在买卖债券时，通常买方应给卖方以补偿，具体补偿办法即支付应计利息，计算公式为：

应计利息＝年利息×应计天数/365

其中应计天数指从前一个付息日翌日算起到买卖交割日止所经过的天数。

四、债券投资与其他投资的收益比较

任何一种有价证券都具有流动性、安全性、收益

性。流动性即变现力，指金融工具或有价证券在极短时间内变为现金而不致亏损的能力。安全性指投资本金是否会遭受损失的风险。收益性是指有价证券能够给投资者带来收益的能力。任何一个投资者在购买有价证券时都要权衡在上述三方面的得失。一般来说收益性较强其风险程度也较高，流动性也较大，投资买卖活动也越热烈，而安全性较高的有价证券，其收益一般都比较稳定，债券就属于这类稳健投资对象，与银行存款和投资股票相比有很多特点。

1. 债券投资与存款投资比较

一般来说，发行债券的企业已经把利用债券筹集资金的使用，预期生产或建设规模和经济效益联在一起，因而债券的收益也略高于同期储蓄存款的利息收入，但又与储蓄存款利息收入不同。银行或邮政储蓄定期存款一般到期后才能收回本金，同时按照银行规定利率获得利息。如果过期未取，则在过期时间内仍按原存款期限的利率计息，如果未到期提前支取，已存的时间超过哪一期限即按哪一期限的规定利率计息，不够任何定期期限则按活期计算。在存款期间内，如遇利率上调，则在存款期限的以后剩余期限内，从利率上调之日起按新利率计息，即通常人们说的“储蓄存款利率就高不就低”。因此无论发生什么情况，储蓄存款的利息收入比较稳定可靠。债券的收益比较储蓄存款则有一定的不稳定性，债券一般不可提前偿付，债券票面利率一经确定，一般不变，到期后如果仍未兑付则不计息，过了规定兑付的期限，往往作废。

总之，债券投资与存款投资两者有共性，即都可以收取预定的利息，期满后返还本金，但作为两种不同的投资方式，两者还是有很大区别的。首先，债券与通过金融机构进行的各种间接投资相反，债券是投资者自身对债券发行单位进行的直接投资，因为省却了中间利润，所以利率相对较高，利息收入也相对多一些。故债券的收益性较储蓄存款稍高。其次，债券具有较大的流动性，可以按当期市场行市转让他人，而银行存款除了可转让的定期存单CD外，一律不能转让和流通。一般来说，债券的转让价格虽然会根据当时该种债券市场行情波动，但最低一般不低于同样数额的银行存款在同样时间内所取得的利息收入，当然，最高也不可能高出原定的债券到期后应得收益。再次，债券更具风险性，在债券未到期时出售债券，变换现金，本金是不一定全部返还的。因为债券的转让价格是由供求状况决定的，行市好时，变现的金额可能高于本金，投资有所收益，行市不好时，可能会损失本金。而银行存款无论到期或未到期，提前支取兑现款，本金都是全部返还的，只是利息收入有所差别。因此从这个意义上讲，银行存款较债券更安全，债券更具风险性。

2. 债券投资与股票投资比较

债券是一种债权证书，股票是所有权证书，债权证书比所有权证书有优先权，即当公司发生财务困难，甚至倒闭破产时，在对公司剩余财产和剩余利润的分配上，债券比股票有优先偿还权，风险较小，安全系数较高。其次债券的收益相对稳定。债券的利息支付是预先约定的，无论公司盈亏，都有义务优先支付预定的债券利息。股票的红利并不约定，一般在支付债券利息和其它费用后，在剩余利润中分配。因此，股票的红利随剩余利润的变化而变化，有时很高，是债券利息的几倍，有时很低，甚至分文没有。

债券投资与股票投资的性质不同，从而也决定了期限不同。股票是在公司筹集自有资金时发行的，发行所得资金作为公司的资本，永久使用，因此股票持有者实际上在拥有对该公司的一部分所有权的同时，必须放弃收回投资本金的权力，因此股票没有返还期，股票持有者是公司的股东。而债券则是在公司成立之后为筹集周转或追加资金而发行的，实际上，债券投资者购买公司债券，等于是向公司提供了贷款，那么作为贷款者债券持有人不但要按事先约定的利率向公司收取利息，而且到期后还要收回本金。因此债券有偿还期，债券持有人与公司只是一种的借贷关系。

总之，风险与收益成正比例关系，风险大，收益高，风险小，收益低。债券投资比银行存款有一定风险，故收益也高于银行存款利息，但其风险大大低于股票投资，相应其收益也往往低于股票收益。

第十章　债券投资风险分析

一、构成债券投资风险的因素

有价证券投资风险是指投资者不能在投资期内获得预期报酬的可能性，即造成预期收益率与实际收益率离差的可能性，离差情况就反映了风险的程度。一般来说，证券投资风险可分为系统风险、非系统风险及总风险三个范畴。系统风险是不可分散性风险，指的是由于某种因素的变化对整个证券市场上所有的证券都会带来损失的可能性；非系统风险（又称非制度性风险）是可分散性风险，指的是某些因素的变化只对个别证券造成损失的可能性；总风险指投资者在证券持有期内，所有因素的变化对证券造成损失的可能性，是系统风险与非系统风险的综合，在交易中以市场风险和违约风险的形式表现出来。构成这些风险的因素很多，我们主要介绍如下几种。

1．市场风险

指由于证券市场价格变化可能造成损失的可能性。市场风险产生于证券市场行情的变化，能够引起市场行情变化的因素主要有：

（1）利率风险。亦称货币风险或信用风险，指因银行利率变动而影响货币市场利率变动，从而引起债券市场价格变动，导致债券投资收益损失的可能性。在有价证券市场上，当货币市场利率发生变化时，受影响最大的就是债券。因为债券是典型的利息商品，投资者总是在对各种投资方式下的利率水平做充分比较的基础上进行债券投资的，因此一旦货币市场利率发生变化，债券的价格自然也要发生变化，其收益必然有损失的可能，即投资者面临一定的风险。

（2）购买力风险。其实是物价因素，通常称通货膨胀风险，指由于物价上涨，货币购买力下降，从而引起债券投资者的投资收益贬值的可能性，尽管债券市场的价格未发生变化，甚至可能略有上升，但由于通货膨胀的影响，造成实际购买力的下降，货币贬值，债券投资者的投资本金和利息收入实际上相对减少，投资者在无形中受到损失。这和通货膨胀对固定收入者影响显著的道理一样，通货膨胀对固定收入的债券投资的影响也强于对股票的影响。

（3）经营风险。指在债券持有期内，被投资企业在经营过程中，由于经营、管理、企业声誉、债务状况等方面问题给投资者带来损失的可能性。

企业经营不善，产品缺乏竞争力，企业收益下降，投资者不能收到预期收益，则纷纷抛出债券，导致债券价格下降。

企业管理不善，企业技术落后，工艺水平下降，产品质量不高，管理费超额支出，产品成本增大，致使企业收益相对下降，或企业长期财务状况不佳，必然引起该企业债券价格下降。

企业声誉不佳或下降，公众对该企业的发展前途毫无信心，自然也会影响债券价格下滑。

企业债务状况主要指企业发行的有价证券价值总额与信贷方面的债务的价值总额的比例。这个比例小，说明作为分母的信贷方面的债务多，对投资者来说，这是个威胁。因为企业获得的盈利，首先要偿还这些信贷方面的债务，然后才是有价证券包括债券的还本付息。企业信贷债务越多，债券投资者获得预期收益的可能性越小，则投资风险也越大，即企业经营风险越大。

（4）期限风险。指债券期限的长短可能给持有者带来的损失。一般来说，期限本身对风险是不起作用的，但由于期限较长，此间就可能发生各种因素的变化，如货币市场利率变化，购买力变化，企业经营变化，而债券期限短，则上述因素可能还未来得及发生变化。因此不能否认债券的期限也是风险因素之一。而且期限越长，风险也越大。

（5）变现力风险。即流动风险，指投资者将债券变现而发生损失的可能性。债券投资者由于各种目的，会不断地将所持债券抛出，该债券的变现能力越强，其损失就会越小，盈利性越大。债券的变现能力由债券的适销状况决定，即它的市场价值、市场潜力情况。销售越容易，债券变现力风险越小，销售越难，债券越要折价，损失的越大，变现力风险也大。

2．违约风险

当一家公司无法对其债券支付预定利息和本金时则称对债务违约，构成债券的违约风险。风险程度与企业经营状况与信誉有关。值得说明的是，违约与破产不同，违约通常导致债券价格下跌，而破产时债券价格几乎近于零。发生违约时，债权人与债务人可以和解，达成协议，使债权延期，债务人也可以继续经营，债券投资收益在未来协议期获得。而破产是在特殊的法律程序下，进行公司清理，债权人与债务人关系解除。

对于违约可能性的估计，债券投资者往往以该公司的信誉级别判断，级别越高，则认为该债券的违约可能性越小，其售价往往也高，反之亦然。但实际上，公司债券级别一经评定持续几年，如果没有重大变化，其信用级别也不易调整和变化，而在经营中，企业公司的实际经营管理状况，财务状况，生产状况等是经常变化的，完全可能造成信用级别名不符实，而债券投资者必然会因级别下降带来损失，因此债券信誉级别只能是投资者在投资决策中的一种判断依据，而决非法宝。

二、债券投资风险的测定

投资者要获得较高的收益，就要承担较大风险，但这并不意味着风险越大，收益也越大。投资者必须准确地掌握收益与风险的相关程度。因此，在了解了债券投资可能会遇到的各种风险以后，有必要对这些风险的程度做准确测定。做这种测定是有一套理论和方法的，应用的便是概率统计论。

1. 债券投资风险测定的理论依据

概率统计论认为，一般平均数在很多情况下并不能真正起到平均作用，甚至有时根本无法确定其具体数值，要真正体现取值的平均程度，还要考虑到被取值的相应概率，即期望值（均值）。一个随机变量的数学期望值就是这个随机变量的所有可能值的相应概率或概率密度为权的加权平均数。设连续型随机变量 x 的密度为 $P(x)$，称 $\int_{-\infty}^{+\infty} xP(x)\,dx$ 为 x 的期望，记作 $E(X)$，在计算中可直接利用已知的 $P(x)$ 及 $f(x)$，相乘后求积分即可，即 $E[f(x)]=\int_{-\infty}^{+\infty} f(x)P(x)\,dx$。随机变量的均值体现了随机变量取值平均的大小，是随机变量的最重要数字特征。往往在统计分析中只知道了均值（期望值）是不够的，人们还经常要了解随机变量的取值如何在均值周围变化。正如一批统计数字、只知道它们的平均数是不够的，还要知道它们的分散程度，这就要借助方差。方差能够综合考虑各统计数字与均值的偏离程度，并刻划这批数字的分散程度。设连续型随机变量 x 的密度是 $p(x)$，则称

$\int_{-\infty}^{+\infty} [X-E(x)]^2 P(x)\,dx$ 为 x 的方差，记作 $D(X)$，在计算中可直接利用 $E(x^2)-[E(x)]^2$ 之差求得，即 $D(X)=E(X^2)-[E(x)]^2$。

2. 债券投资风险测定的具体方法

测定的主要指标有值域，方差，标准差，债务费用分析，盈利覆盖率，资产与负债系列对比。

（1）值域。用收益的最大值减去最小值即可。值域的大小与债券风险程度成正比，即收益的值域越大，债券风险也越大。

值域法的优点在于：条件要求简单，计算方法简单，结果一目了然。不足之处在于：只知道两个极端值，不了解中间值及其存在概率。实际上，往往两种不同的债券虽然值域相同，但因中间值不同，概论分布不同，收益与风险也大不相同。

（2）方差、标准差。首先必须计算出收益率的期望值。虽然在前几节我们讨论了许多收益率的测算方法，但实际上，因受很多亦如我们讨论过的因素的影响，单一债券的收益率是不断变化的，是一个随机变数，投资者无法毫无差错地预知其未来实际值，投资者能做到的只是推算收益率这个随机变数的概率分布，进而求出收益率的期望值（即收益率均值），收益率期望值越高，对投资者越有利。根据概率论原理，一个连续的随机变量 X 所形成的概率分布为连续分布，最常见的连续分布为正态分布。但在具体计算投资收益或测定风险时，为了计算方便，这个连续的随机变量通常以近似不连续数值表示并计算。因此，收益率的期望值就是各个随机变量与其相对应的概率乘积的总和，即设 X 的各变量为 X_i（$i=1、2、3……n$），x_i 的对应概率为 pi；那么 X 的期望值为

$$E(X)=\sum_{i=1}^{n} P_i X_i$$

例：假设某公司债券 4 年间每年收益如下：

第一年：收益率 7.5

第二年：收益率 8

第三年：收益率 6.5

第四年：收益率 7.4

该债券收益率期望值为

$$E(x)=7.5\times\frac{1}{4}+8\times\frac{1}{4}+6.5\times\frac{1}{4}+7.4\times\frac{1}{4}$$

$$=7.5+8+6.5+7.4)\times\frac{1}{4}=7.35$$

找到期望值以后，就可以计算出方差和标准差。以 b^2 表示方差（离差），以 b 表示标准差，其计算公式如下：

$D(x)=b^2=E[x-E(x)^2$ 或

$$=\sum_{i=1}^{n}[x-E(x)]^2P_i$$

$$b=\sqrt{E[x-E(x)]^2}$$

利用上例，当期望值 $E(x)=7\cdot35$ 时，其收益率方差为：

$$b^2=\frac{1}{4}[(7.5-7.35)^2+(8-7.35)^2+(6.5-7.35)^2+(7.4-7.35)^2]$$

$$=\frac{1}{4}\times1.17=0.2925$$

收益率标准差为：

$$b=\sqrt{0.2925}=0.5408$$

只要知道债券的期限和年收益率，不难求出方差与标准差。

离差是标准差的平方，标准差的增大与减少，离差也随着增大与减少，因此标准差与离差一样可以用来衡量风险。一般来说，离差或标准差越大，风险也越大，反之离差与标准差越小，风险也越小。

利用方差（离差）测定风险，其优点在于考虑了期望值中收益的偏差，因而比值域更全面更准确，也更可信。在实际测定中，专业投资者比较喜欢用标准差。因为它具有很强的统计性，计算也比较方便，只要知道未来收益分布的方差，就能估计出在各种情况下收益存在的概率，无疑对投资是非常有利的。

(3) 债务费用分析。这种测定方法，就是看公司或企业的债务支付能力，指标是偿债风险度。其公式为：

$$\text{偿债风险度}=\frac{\text{付利息前，税前的盈利}+\text{折旧}}{\text{各种债券的利息}+\left(\frac{\text{应还债务本金}}{1-\text{税率}}\right)}$$

此风险度愈大，表明公司支付债券本金的能力愈大，偿债能力越强，风险愈小，反之亦然。因为公司盈利后先付税，付信贷方面债务，然后才是债券的还本付息。

(4) 盈利覆盖率。与方法 3 同理，主要看公司盈利水平与债务水平的对比，指标是盈利覆盖率：

$$\text{盈利覆盖率}=\frac{\text{付利息前税前盈利额}}{\text{应支付的各种债券利息}}$$

此比例越高，投资的风险越小，反之风险越大。因为比例越高，说明盈利覆盖率大，偿债能力强，故风险小。

方法 3 与 4 都是债务方面的综合指标，很多投资者在测定风险时更喜欢用比较具体的指标如方法 5。

(5) 资产与负债系列对比。

①资产负债率即（资产/负债），可以直接看出公司负债程度，负债率高，风险相对大一些。

②资本净值即（资产一负债），如果此值为负数，则风险相对较大，前景莫测。

③短期偿还能力即（资产—库存）/资产，此值正数好于负数，风险相对较低。因为如果是负数，说明库存过大，超过资产总额，可是商品销路有问题，库存积压严重，资金不能收回，企业收益必然下降。此正数值越大越好，说明库存减少，资金周转快，企业或公司良性循环。

④长期债务比重即（长期债务额/全部资本），此值很大，说明短期内风险很小或没有。因为长期债务对公司来说意味着短期内没有还债问题，偿还能力短期内不变，风险很小。

上述数值都不难得到，普通的投资者完全可以测定和计算，因为在任何一个国家的金融市场上，公司经营情况都是公开化的、上述数字是公布的。值得提醒读者注意的是债务多并不一定不好。一个有效益的公司或企业应该充分利用债务取得更多的收益，不怕借债，债务高本身没什么影响，只要经营管理得当，同样可以创效益，但如果经营管理出现问题，那么债务也就成了负担。

三、债券投资风险的防范

债券投资最大特点就是收益稳定，安全系数较高，又有流动性。稳健的投资者们放弃股票投资的高额收益，摒弃银行储蓄的低利，所图之处就在于此。因此，继收益性之后，安全性便成为债券投资者普遍关注的最重要问题。而有价证券投资中的安全性是相对的，风险是永恒的，在永恒的风险中寻求相对的安全，最好的办法就是对风险加以预测和防范，有关债券风险来源和测定前面已介绍，本节讨论债务风险防范问题。

债券作为债权债务关系的凭证与债权人和债务人同时相关，作为债务人的企业或公司与作为债权人的债券投资者就债权与债务关系是否稳定来说，起着相同的作用，任何一方都无法独立防范风险。企业或公司作为债券的发行者所采取的确保债券安

全、维持企业或公司信誉的措施堪称预防措施，是防范风险的第一道防线。

1. 债券投资风险防范的预防措施

对债券的发行做出种种有利于投资者的规定是重要的一步。在发达国家如日本，法律规定公司债券发行额都有一定的限额，不能超过资本金与准备金的总和或纯资产额的两倍。金融债的限额一般规定为发行额不能超过其资本金和准备金的5倍。债券发行一般是由认购公司承担发行，安全系数高的债券当然容易被认购，这对企业或公司本身也是一种约束。同时企业或公司都有义务公开本公司财务、经营、管理等方面的状况、这种制度对企业或公司无疑起到监督和促进作用，对投资者是一种保护。

作为实际投资者在投资过程中的最好预防措施就是在进入投资之前必须掌握两个原则。首先要掌握自我心理承受程度，投资人在进入证券市场之前，必须树立牢固的投资风险观念，在希望收益的同时必须承担风险，能快乐地享受投资决策的成功，也有勇气承担失败，无论市场风云变幻，能吃得下饭，睡得着觉，如果没有这样的心理准备和承受能力而匆忙走进市场，那么将会被忽涨忽跌的行市搞得心神不安，甚至茶饭不思，怨天尤人，生活陷于愤懑中。其次必须了解自己手中资金的来源，因资金来源不同，其用途也将不同，利用和控制的方法也会不同。现在很多投资者实际投资的资金来源一般是投资者的退休金、赡养费、生活费或储蓄性闲置资金。一般来说不要用生活费用去投资于投机性较强的有价证券。

2. 债券投资风险防范措施

(1)债券种类多样化。这是降低债券投资风险的最简单办法。不同企业发行的不同债券其风险性与收益性也各有差异，如果将全部投资投在某一种债券上，万一该企业出现问题，该债券不能还本付息，投资岂不受到损失吗？因此有选择性地或随机购买不同企业的各种不同名称的债券，可以使风险与收益多次排列组合，能够最大限度地减少风险或分散风险，正是东方不亮西方亮，堤内损失堤外补，撒开大网，不愁没鱼，一般最终都能够保本获利。这种防范措施对中小户特别是散户投资者尤为重要。因为这类投资者没有可靠的信息来源，摸不准市场的脉博，很难选择最佳投资对象，此时购买多种债券，尤如撒开大网，这样，任何债券的涨跌都有可能获益，而且不会全亏（除非系统性风险引起整个债券行市下跌）。采用这种措施必须注意一些问题，首先，不要购买过分冷门、流动性太差实在难于出手的债券，以防冻结部分资金。其次，要有信心，不要盲目跟风，抱定不赚不卖的信心，最终才有好收益。最后，特别值得注意的是必须严密注视非经济性特殊因素的变化，如政治形势，军事动态，人们心理状态等，以防整个债券行市下跌，造成普遍损失。

(2)债券期限多样化。债券的期限本身就孕育着风险，期限越长，风险越大，而收益也相对较高，反之债券期限短，风险小，收益也少。如果把全部投资都投在期限长的债券上，一旦风险发生，来不及脱手，那么损失程度可想而知。因此，在购买债券时，有必要多选择一些期限不同的债券，以防不测。

(3)注意做顺势投资。对于小额投资者来说，谈不上操纵市场，只能跟随市场价格走势做买卖交易，即当价格上涨，人们纷纷购买时买入；当价格下跌时，人们纷纷抛出时抛出，这样可以获得大多数人所能够获得的平均市场收益。这种防范措施虽然简单也能收到一定效益，但却有很多不尽人意之处。首先必须掌握跟随时间分寸即通常说的“赶前不赶后”。如果预计价格不会再涨了，而且有可能回落，那么尽管此时人们还在纷纷购买，也不要顺势投资，否则价格一旦回头，必将遭受上述众人一样的损失。

(4) 以不变应万变。这也是防范风险的措施之一。在债券市场价格走势不明显、此起彼落时，在投资者买入卖出纷乱，买市卖市不明显时，在受多种因素影响，市场混乱的情况下，投资者无法做顺势投资选择时，最好的做法便是以静制动，以不变应万变。因为在无法判断的情况下，做顺势投资，很容易盲目跟风，很可能买到停顿或回头的债券，结果疲于奔命，一无所获。此时以静制动，“别人做的我不做”或选择一些涨幅较小和尚未调整价位的债券买进并持有，等待其价格上扬，是比较明智的做法。当然这要求投资者必须具备很深的修养和良好的投资知识与技巧。

(5)必须注意不健康的投资心理。要防范风险还必须注意一些不健康的投资心理，如盲目跟风往往容易上当，受暗中兴风作浪、操纵市场人的欺骗；贪得无厌，往往容易错过有利的买卖时机；赌博心理，孤注一掷的结果往往是倾家荡产，赔了夫人又折兵；嫌贵贪低，过分贪图便宜，容易持有一堆蚀本货，最终不得不抛弃而一无所获。最后向读者进一言：上述措施可以同时使用，也可以单独使用，要根据市场环境和自我投资条件，切忌生搬硬套。

四、债券投资时机的选择

有价证券投资，最难掌握的是买卖时机，债券投资也不例外。即使买进同一种债券，有人赚小钱，有人赚大钱，还有人亏本，其中奥秘就是时机掌握不同。有人在价格上涨之初投资购买，有人在价格上涨至回头边缘购买，有人则在跌价以后购买，三者收益当然不同，这便是时机的选择，高收益者可谓掌握时机的宠儿。那么何时为最佳投资购买时机？在购买时机的掌握上是否有规可循呢？答案是肯定的。

一般来说，时机指的是一个阶段，因为债券价格的走势在债券期限内是连续的、不停止的，债券价格上升到下跌，再从下跌转为回升周而复始。在债券价格下跌回升过程中，一般会经历三个阶段：跌势缓和阶段，跌势休止阶段以及价格回升阶段。这三年阶段都是买进的时机。债券价格由上升到下跌也同样有三个阶段：涨势缓和阶段、涨势停止阶段，回头下落阶段。这三个阶段是卖出的好时机，此时买入除非价格能再回升，否则百亏无一赚。在三个买进时机中到底选择哪一个时机买进最合适，这往往受投资者的条件、操作技巧等多方面影响，专业投资者和市场专家们往往能够抓住最低点的买进时机，而小额投资者们只能追随。

1. 在投资群体集中到来之前投资

一般来说，人们的收入是有限的，在有限的收入中要投资则必然要等待手中的资金收回或再创收。因此，在年终、年初或年内某个特定的时期内，如节假日，由于奖金集中发放（年终奖、月度奖、节假日费），银行储蓄到期、各种公债包括国库券，各类债券到期等等原因，形成大批人同时持有大量的资金，从而势必造成一个投资群体集中、定向投资的势态，资金必然大量涌入市场，促进债券市场价格上升。精明的投资者就要抢先一步，在投资群体集中到来之前投资购买，然后等待投资群体的到来，即等待债券价格被投资群体的大量资金抬起来再抛售，可以获得债券买卖价格的时间差。值得注意的是，必须考虑这样做的成本。如果投资者的投资款项是手中持有资金，还没有相对成本问题；但如果投资者投资于债券的资金是提前支取的银行存款或抛售其他未到期证券，那么要考虑，由于提前支取存款或抛售证券而损失的收入是否能由新投资的债券收入弥补回来，即机会成本是否能得到弥偿。因此在投资之前，必须能够较为准确地估计投资的未来收益率。

2. 随市场行市投资

如前所述，中小投资者可以顺势投资，即当整个债券市场行情大势向上时，买进债券，当市场疲软，交易清淡，行市向下时以卖出拥有现金为宜，如此可以等待时机进行最佳投资。这种跟随行市走势的投资做法已被认为是中小额、散额投资者的“铁律”，容易收到效果，如果逆势而做，反而容易弄得焦头烂额，损息折本。这种顺势投资的关键是及早确认趋势，及早做投资，如果走势很明显已到回头边缘再做，必然适得其反。例如，某债券价格一直上涨，人们纷纷抢购，某君远远观望，迟迟不敢涉足神秘莫测的债券市场，按兵不动，待涨了一段时间后，某君才开始心动，做顺势投资购买，孰不知此价是涨价的顶点，是回头边缘，在某君买入不久，债券价格开始下跌，他损失惨重，懊悔不已。其原因在于没有及早确认趋势没有当机立断，误了时机，结果赶了浪潮之尾，最终被淘汰。

3. 在银行利率调高后或调低前投资

如前所述，债券作为标准的利息商品，其市场价格往往容易受银行利率的影响，当银行利率上升时，大量资金就会纷纷流向银行，债券价格就会下降，反之亦然。因此投资者为了获得较高的投资效益应该密切注意投资环境中货币政策的变化，努力分析和发现利率变动信号，争取在银行即将调低利率前及时购入或在银行利率调高一段时间后买入，就能够获得更大的收益。

4. 在消费市场价格上涨时投资

即物价因素影响债券价格。当物价上涨时，人们发现货币购买力将要下降，便抛售债券，转而购买房地产、金银手饰等保值物品，此时如果投资者看得准，能够有确切的信息或对市场前景有科学的预测，能充分地估计这一周期很快过去，市场很快转为良好，那么此时不要随波逐流，在人们纷纷急于抛售、折价抛售时投资购入并持有，耐心等待市场好转，价格回升。如此收益将是非常可观的。关键在于投资者本人对市场是否有坚定的信心和科学的预测。

5. 避开银行利率波动时间投资

债券投资一般以购买偿还期较短的债券为宜，以减少可能发生的银行利率调整的不利影响。购买利率明显高于储蓄存款利率的长期债券，在持有期内，如遇银行利率上调，应迅速抛出，以便提前取得收益，如遇银行利率下调，则可持有到期满。

6. 在某一债券新上市时投资

债券市场与股票市场不一样，债券市场的价格体系一般是较为稳定的，往往在某一债券新发行或

上市后才出现一次波动，因为新发行或新上市的债券的年收益率总与已上市的债券不同，这样债券市场价格就要做一次调整。一般是新上市的债券价格逐渐上升，收益率逐渐下降，而已上市的债券价格维持不动或下跌，收益率上升，债券市场价格达到新的平衡，而此时的市场价格比调整前的市场价格要高。因此在债券新发行或新上市时购买，然后等待一段时期，待价格在调整中上升时再卖出，投资者必有收益。

7．综合时机的选择

综合时机即包括影响债券的各种因素发生变化的时机，如政治形势看好，人们抛出时，投资者便可投资购入并持有；债券价格存在异地差价，本地比异地低时可以购入，如果比异地高则应迅速卖出；投资大户的买入卖出也是某债券看涨看跌的信号等等。任何一种影响债券价格发生变化的因素本身都孕育着一个买卖时机。毫无遗漏地准确地列出债券买卖的所有时机是不可能的。这就产生了综合时机。

必须指出，上述所谓时机的选择不是孤立的，有时相互削弱，有时共同作用、相互助长，投资决策时必须全面考虑，切不可教条。

第三篇　融资租赁

第　三　篇

第一章　融资租赁概述

一、融资租赁概念

1．租赁的概念

租赁是一种信用方式，是拥有物件的人（出租人）将物件出租给需要物件的人（承租人），由承租人在一定的时期内使用并获取收益的一种特定的经济行为。现代租赁业务按其性质可分为：融资性租赁、经营性租赁和服务性租赁三大类。其共同的特点是租赁物件的所有权和使用权分离。

（1）融资性租赁即金融租赁。它是出租人购买承租人选定的设备，并将它出租给承租人在一定期限内有偿使用的一种资金融通方式。承租人在租期结束后，向出租人支付一定的产权转让费，租赁设备即归其所有。

（2）经营性租赁，又称管理租赁。这种形式的租赁是承租人只为了在一定期间内获得某种物件的使用权；租期结束后，租赁物件仍要退回出租人，这类租赁物品通常为通用设备。

（3）服务性租赁。兼有融资性租赁和经营性租赁两种性质，即融资性租赁再加上技术及维修的租赁业务。

2．租赁的特征

租赁业以一种独立的信用方式在促进市场商品经济发展中发挥着重要的作用，现代租赁本身具有以下特点。

第一，所有权和使用权分离

租赁作为一种信用方式，同样具有信用活动的特征，也体现了所有权与使用权的分离。在整个租赁合同期间，其设备的所有权属于出租人，承租人在租期内以租金为代价，只获得设备用品的使用权。

第二，融资和融物相结合

租赁是以融物代融资，并把融资与融物结合起来。它不同于先向银行取得贷款再去购置设备；承租者首先得到的是物，而不是货币资金。租赁信用把借钱与借物融合在一起，更具有资金运动和物资运动相结合的特征。出租人在将租赁物品出租的同时，相应地解决了承租人增置生产设备或办公用品的资金需求，具有信用和贸易两重性。所以，租赁不仅不同于一般借贷行为，而是把借钱、借物结合起来，并以借物还钱的形式，实现了其全过程。因此，以商品形态和货币形态相结合提供信用方式，是租赁的主要特征。

第三，以分期偿还租金的形式偿付本息

承租人采用融资租赁的方式，预先只支付一小部分资金，就能得到他所需要的生产设备或其他用品；在设备投产以后，以及用品进行使用的过程中，以其新创造的价值分期偿付租金，并可借以获得相当的收益；租赁为承租人节省了资金，并提高了资金的使用效益。

第四，租赁双方是以合同为基础的经济关系

租赁合同不仅内容复杂，而且必须受法律严格保护，不得违反。否则，势必造成混乱。这是由于租赁业务涉及到融物的具体要求；同时，租赁业务是由租赁合同和购物合同两个合同构成的，这两个合同相互联系、不可分割，是租赁业务能够成立，并能正常进行的法律性文件依据。

第五，租赁合同的不可解除性

由于融资租赁业务本身的特点，租赁合同一旦签订，出租人与承租人之间就建立了一种刚性的连接关系，租赁各方由于这种关系的存在而必须严格履行，不能随便变动，中途解约。不管在租赁期内发生任何情况，承租人都要按期向出租人支付租金。在租期以内，即使承租人的租赁物件已经失去了创造价值的作用，完全得不到其预定的经济效益，承租人仍须按期偿付租金。

3.《融资租赁管理暂行办法》所规定的租赁的定义

该办法对融资租赁的定义规定如下：

“本办法所指融资租赁交易是指一方（出租人）根据另一方（承租人）提出的租赁财产的规格及所同意的条款，或承租人直接参与订立的条款，与第二方（供货人）订立供货合同，并与承租人订立租赁合同，以支付租金为条件，使承租方取得所需工厂、资本货物及其他设备的一种交易方式”。

该办法还指出了这一定义所反映的融资租赁交易的特点：

第一，融资租赁交易具有融资融物的双重职能，并涉及三方（出租人、承租人、供货人）的关系；

第二，租赁期内，出租人对租赁设备享有所有权，承租人对租赁设备享有使用权；

第三，租赁财产是按承租人的规定（或经其同意）而购买，并由其选择供货人的；

第四，供货人已知所出售的设备、工厂或资本货物列入出租人与承租人订立的租赁合同内。

二、融资租赁信用与其他形式信用的区别

融资租赁信用与其他信用形式都作为信用方式，具有许多共同特征。

（1）融资租赁信用与资金借贷一样，都体现了所有权与使用权的分离，只不过资金借贷是货币形态上的分离，而租赁信用则是实物形态上的分离。

（2）融资租赁信用与其他信用形式一样，都以解决资金问题为直接目的。

（3）融资租赁信用与其他信用形式一样，资金都是分期归流，其他信用形式以归还贷款或货款的方式归流，而租赁信用中资金则是以租金形式归流。

然而，融资租赁信用作为一独立的信用形式，与其他信用形式又有很大区别。

1. 融资租赁信用与银行信用的区别

第一，实现信用的过程不同

在融资租赁信用中，承租人在租入设备获得使用权的同时，相应解决了添置设备所需要的资金，资金的借贷与设备的添置两个过程同时进行。企业通过银行贷款购买设备，就必须先借入资金，然后再自行购买，使资金的需求与设备的需求是通过“借”与“买”先后两个过程来实现。

第二，信用的对象不同，所有权与使用权的组合方式也不同

融资租赁信用是出租人向承租人提供设备达到融资目的的信用关系，租赁合同的标的物是物。在融资租赁业务成立后，承租人租入设备只取得了设备的使用权，出租人拥有设备的所有权。承租人依靠对设备的使用获得收益，出租人则依靠对设备的所有权获得收益。

固定资产贷款在贷款人与借款人之间是融资的信用关系，借款合同的目的物是资金，借款人借入资金再去购买设备，贷款人并不介入购买行为，供货人与贷款人也不直接发生关系。借款人在借入设备贷款时，只取得了资金的使用权。借款人用借款购得设备，既拥有了设备的使用权，也拥有了设备的所有权。

第三，信用关系人不同

租赁业务是由融资租赁合同和供货合同构成的，融资租赁业务的当事人包括出租人、承租人和供货人三方。两个合同中的三方当事人的任何一方对合同条款的变动都会影响到整个租赁业务的继续；而银行借贷信用中只涉及到贷款人与借款人之间的双方关系，只需签订一个借款合同。

2. 融资租赁信用与商业信用的区别

商业信用是企业之间以商品形式相互提供的、与商品交换直接联系的信用方式。包括企业之间以赊销、分期付款、预付定金以及预付货款等形式提供的信用。而租赁信用从融通物资的形式上看，虽然与商业信用类似以商品形态提供的信用，并分期交付租金，但是两者之间存在着根本的区别。

第一，业务关系不同

融资租赁信用的业务关系涉及到出租人，承租人，供货人三个方面，租赁公司不是中介人，而是当事人、融资人。商业信用则只是双边关系，只是在供货人与购货人之间发生的业务关系。

第二，转移的权利不同

商业信用实质上是一笔现金交易，商品的供需双方对设备买卖通过购销方式转移了所有权；即或由于购货单位资金一时不足，而由销货方允许购货单位在购入设备后分期付款，并收取延期利息，所签订的也只是购货单位与供货单位之间的购货合同，设备的所有权与使用权都属于购货人。而融资租赁信用中的租赁购货合同，则是出租人根据承租单位指定的设备及其条件与供货单位签订的，是三方合同的当事人，设备的所有权和使用权分属于出租单位和承租单位。

第三，会计处理方式不同

采用商业信用形式购入生产设备，由于所有权已属于购货单位，购货单位应记入企业的固定资产帐目，并据此按规定提取折旧。在租赁业务中，尤其是所有权不发生转移的租赁业务，承租人不必将租入设备列入固定资产帐目，也不提取折旧。我国目前在实际情况中，租赁设备大多数在租赁期结束时作留购处理，设备的所有权转移给承租人，所以财政部颁发的《企业会计准则》规定在帐务上作融资租入固定资产入帐，并相应提取折旧，作交付租金的来源。

3. 融资租赁信用与信托信用的区别

融资租赁信用与信托信用同是以信用为基础的金融业务，其共同点是，租赁机构与信托机构在信用活动中都起着中介的作用。但是，这两种信用方式也有其不同之处。

（1）信用的内涵不同。融资租赁信用是租赁机构通过接受客户（承租人）的要求，用自己的资金购买并出租给客户设备，以达到融通资金的目的；而金融信托信用是信托机构接受委托人的多种信用委托，通过委托和代理等方式，为客户办理资金运用、财产处理及财务管理，或代办一定的经济事务，并为客户取得经济利益或达到某种目的。这种委托代理关系本身又可以表现为多种信用方式，比租赁信用的内容要复杂得多。

（2）资金的流向不同。融资租赁信用是租赁机构应客户的要求，为其垫付资金购买其选定的设备，然后出租给客户使用。这种租赁信用的资金只能是由租赁机构向客户一个方向流动。而在信托信用中，金融信托机构一方面可以接受需要资金的企业的委托代为在社会上筹措资金；另一方面，也可以接受拥有资金、财产的企业，或者个人的委托，代为运用、管理其资金或财产，以取得更好的收益。这种信用中的资金，既可以由金融信托机构流向客户，又可以由客户流向金融信托机构，其资金流向是双向的。

（3）服务对象不同。融资租赁信用主要是为需要添置固定设备，特别是进行技术改造采用先进设备的生产企业服务；而金融信托信用则是为拥有长期闲置资金或财产的单位和个人服务，例如运用信托资金进行信托贷款或投资等。

第二章 融资租赁业务

一、我国融资租赁业概述

1. 我国融资租赁业特点

(1)我国融资租赁业起步较晚,80年代初由中国国际信托投资公司率先开办第一项国际租赁业务以来,经过十余年的发展,业务量增长十分迅速。租赁合同的成交额由最初的几百万美元,发展到现在的几十亿美元。租赁业务的经营范围日益广泛,租赁物件从小型单机到成套设备,从新设备到二手货,从硬件到附带专利、软件,从各种运输工具到各类机械设备,种类繁多,无所不包,日益成为企业引进技术、更新设备的一条重要渠道。

(2)我国现代租赁业从开创至今,一个显著特点是,租赁业务与利用外资,引进技术相结合。我国专业经营租赁业务的公司大多是由金融、信托机构开办的企业。在全国现有的租赁机构中,综合性租赁公司约占70%以上,这类租赁公司不但兼有金融与贸易的职能,而且经营范围广泛。我国目前的金融信托、银行机构绝大多数都开办了融资租赁业务,并成为我国融资租赁业的主导力量。

(3)我国现代租赁到目前为止,仍以融资租赁方式为主,租赁方式比较单一。

2. 对融资租赁机构的管理

第一,机构的设立

按照现行办法规定,申请设立中资的融资租赁机构,或兼营融资租赁业务者,必须报经其所在地人民银行分行审核后,报经中国人民银行总行审批;申请设立中外合资的融资租赁机构后报经其所在地人民银行分行、经贸委(厅、局)审核上报,由中国人民银行总行会同对外经济贸易部联合审批。同时,凡申请设立机构者,必须向人民银行提交下列资料:

(1)设立融资租赁机构的申请书及可行性分析报告。

(2)租赁机构的主管部门及其所在地人民银行分行与经贸委(厅、局)的审查意见书。

(3)组织章程。

(4)机构领导人名单及其简历。

(5)审批机关认可的部门出具的验资证明。

经批准设立的融资租赁机构,应由中国人民银行颁发《经营金融业务许可证》,批准经营进出口租赁业务的,则由国家外汇管理局颁发《经营外汇业务许可证》,并由经贸委颁发《进出口许可证》;融资租赁机构凭上列文件,向工商行政管理部门登记注册,申领营业执照。

第二,融资租赁的业务范围

(1)用于生产、科研、文教、医疗、卫生、旅游和交通运输等方面的设备及工厂和资本货物的租赁与转租赁。

(2)上述租赁业务所涉及的标的物(租赁至少1年以上)的购买业务。

(3)出租物资残值的销售处理业务。

(4)与融资租赁有关的经济、技术咨询业务:

①商情咨询;

②金融咨询;

③商务咨询;

④技术咨询。

(5)经国家外汇管理局批准的外汇业务:

①境内、境外外币信托存款;

②境外外币借款;

③在境外发行外币有价证券;

④外汇担保。

(6)经中国人民银行批准的人民币债券发行业务。

(7)与租赁项目有关的人民币担保业务。

(8)经中国人民银行、对外经济贸易部批准的其他业务。

第三,融资租赁机构的经营管理

融资租赁机构经营业务必须遵循下列规定:

(1)租赁公司的融资额最高不得超过其自有资本金的10倍;

(2)对同一承租人的融资额不得超过租赁本公司自有资本金的30%;

(3)融资租赁机构担保总额不得超过其自有资本金的20倍;

（4）租赁公司固定资产占其自有资本金的比例不超过10%。

融资租赁机构的业务必须纳入国家综合信贷计划，凡未经国家批准列入固定资产计划规模的项目，出租方一律不得予以融资。

融资租赁机构及其金融业务应接受中国人民银行的领导、管理、协调和监督以及稽核，并在当地人民银行或人民银行指定的银行开立人民币资金帐户；对于经营进出口租赁业务的融资租赁机构，其进出口业务要受对外经济贸易部的领导和管理，并在国家外汇管理局指定的银行开立外币资金帐户。此外，融资租赁机构应按规定建立呆帐准备金制度，以准备补偿租赁风险损失。

二、融资租赁的法律

1．我国有关融资租赁业的法律规定

我国现代融资租赁业还在初创和发展时期，还没有专门的租赁立法。租赁合同属于民法和合同法的范畴，必须根据其中有关条款来签订，使其受到法律保护。

1981年12月23日颁布的《中华人民共和国经济合同法》第二章第二十三条，对租赁合同的内涵作了如下规定：财产租赁合同，应明确规定租赁财产的名称、数量、用途、租赁期限、租金和租金交纳期限、租赁期间财产维修保养的责任、违约责任等条款。出租方应按照合同规定时间和标准，将出租的财产交给承租方使用。如果出租方将财产所有权转移给第三者时，租赁合同对新的所有者继续有效。承租方因工作需要，可以把租赁物转让给第三方承租使用，但必须先征得出租方同意。关于收取租金的标准，法律上没有明确，当事人双方可根据国家有关规定协商确定。

《中华人民共和国经济合同法》第四章第四十四条中，对承租方和出租方应负的法律责任分别作了详细规定。属于承租方的责任有：

第一，由于使用保管或维修不当，造成租用财产损坏、灭失的，负责修复或赔偿；

第二，擅自拆改房屋设备、机具等财产，负责赔偿由此而造成的损失；

第三，擅自将租赁财产转租给第三方或进行非法活动，出租方有权解除合同；

第四逾期不还租赁财产，除补交租金外，还应偿付违约金。

属于出租方的责任有：

第一，未按合同规定的时间提供出租财产，应偿付违约金；

第二，未按合同规定质量提供出租财产，负责赔偿由此而造成的损失；

第三，未能按合同规定提供有关设备、附件等，致使承租方不能如期正常使用的，除按规定如数补齐外，还应偿付违约金；

第四，出租船舶、车辆等大型工具，如因出租方操作不当或服务人员的过失，造成租赁逾期，按合同或有关规定偿付承租方违约金。

融资租赁中经济担保是必不可少的。经济合同的担保，是双方当事人为了保证经济合同的切实履行，根据法律规定，经过协商一致而采取的一种促使一方履行合同义务，满足他方权利实现的法律保障。由它所产生的法律关系，与原经济合同关系是相互依存的。融资租赁业务一般是采取信用担保方式，是由具有法人资格和经济实力的单位，以自己的信誉作为一方当事人的关系人，向另一方当事人作履行合同的担保。根据我国《经济合同法》第二章第十五条规定：被保证的当事人不履行合同的时候，由保证单位连带承担赔偿损失的责任。

2．融资租赁活动应遵守的法律原则

融资租赁业务活动牵涉多边、复杂的业务关系，必须在一定的法律范畴内进行，才能达到预期的目的。各当事人一般应遵守以下法律原则：

（1）参与租赁活动的当事人，应遵循自愿协商、平等互利、等价有偿、诚实信用的原则；

（2）订立租赁合同，必须遵守国家法律的规定，符合国家计划、政策的要求，尊重社会公德；

（3）租赁合同当事人的合法权益受到法律保护。

3．融资租赁合同纠纷的法律处理

融资租赁合同在执行过程中，因某些条款受各种因素影响而引起纠纷不能协商解决时，当事人可根据《经济合同法》规定，向国家规定的合同管理机关申请调解或仲裁，也可直接向人民法院起诉。如当事人一方对仲裁结果不服，可在收到仲裁决定书3天起15天内向人民法院起诉；期满不起诉的，裁决即具有法律效力。

三、融资租赁的税务与保险

1．融资租赁的税务

我国从80年代初创立现代租赁业务以来，为使融资租赁充分发挥对企业的技术改造作用，在借鉴国际上一些国家对租赁事业在税收方面的优惠做法

的基础上，制定了财政、税务、海关等优惠的税收政策，对我国租赁业的发展起到了促进作用。

按照我国税法规定，对从事融资租赁业务的单位，区别不同的类型和经营方式，实行不同的税收规定。

第一，中外合资、合作、外商独资的租赁公司

为鼓励外国公司在我国直接开办租赁业务，在税收上给予如下优惠：

(1)鼓励直接投资办租赁企业。凡同我国公司或企业举办合资经营的租赁公司，合营期在10年以上的，从开始获利年度起，第一年和第二年免征所得税，第三年至第五年减半征收所得税。在经济特区开设的租赁企业，企业所得税可以减按15%的税率征收；对外商投资额超过500万美元，经营期在10年以上的，从开始获利年度起，第一年免征所得税，第二年至第五年减半征收所得税；投资者将经营企业分得利润汇出时，免征按汇出额应纳的所得税。

(2)鼓励外商以租赁方式为我国企业融资，提供先进设备。对未在我国设立机构的外国租赁公司，以融资租赁方式，将其设备租给我国企业使用，其所收取的租金，可视同提供贷款所得利息，并得到以下减免税优惠：

①外国租赁公司凡在1990年以前以租赁方式向我国企业提供设备的，对其所得的设备租赁费(扣除了设备价款后)，在合同有效期内，可以按减10%的税率征收所得税。

②如果外国租赁公司能提供足以证明其出租设备的资金来源是由其本国银行提供的出口信贷的证明和支付利息的凭证，其利息支出可以在扣除租赁设备价款后的租赁费中再给予扣除，并按其余额征收所得税。如果不是对方国家提供的出口信贷，但其利率低于或等于对方国家出口信贷利率，并能提供贷款银行利息证明的，经当地税务机关核实，也按前面情况处理。

③外国租赁公司以租赁方式向我国企业提供设备，我国企业以产品返销或交付产品等补偿贸易方式偿还租赁费的，可以免征所得税。

第二，国内租赁机构的税收

我国目前还没有对租赁企业实行投资优惠，但财政部“关于银行及其他金融机构经营的融资租赁业务征税问题的通知”规定，对银行及其他金融机构经营租赁业务取得的收入，应按金融业征收营业税，计税依据为利息收入和手续费收入。

根据财政部有关规定，租赁设备的租期应参照国营企业各类固定资产折旧年限确定。允许企业租入的设备加速折旧30%——50%，与国外的优惠方法类似。这种优惠意味着租赁设备折旧期缩短，每年摊提折旧额加大，企业增加生产成本，减少盈利，国家也减少了企业近期上缴的税收，使企业有了支付租金的来源，得到实惠。

财政部关于承租人支付租金的来源的规定中对支付租金的财务处理办法，实质上也体现了对租赁业税收的优惠。因为从规定的任何一项来源中支付租金，最终都增加生产费用，减少了企业当期利润，从而也减少了向国家的纳税额。

我国海关总署对企业以租赁方式引进技术设备应缴纳的关税也有一些优惠规定。例如：

第一，承租人可以选择按货物的到岸价格一次交纳或按分次交租金分次交纳关税。

第二，租赁与来料加工或补偿贸易相结合的，可以用所得的加工费和生产的商品偿付设备租金，对该项租赁或租借进口的设备，可免征进口关税和工商税。

1983年3月1日财政部和海关总署又联合决定：企业为进行技术改造而引进的先进技术以及按技术转让合同必须随附的仪器设备，免征进口关税和工商税。对企业进行技术改造生产、制造新设备、新产品所必须引进的关键仪器和设备，减半征收进口关税和工商税等。

总之，我国目前对租赁业务的征税，贯彻了税负从轻、优惠从宽、手续从简的原则，为融资租赁业的进一步发展提供了有利条件。

2. 融资租赁的保险

第一，租赁保险的作用

对租赁设备的保险是保障出租人和承租人不受经济损失的一种手段。租赁项目在编制概算时，即须考虑保险的因素。通过保险可以将不定的损失转化为固定的费用，保险费支出可列入成本，一旦发生意外事故，就能及时得到保险赔偿的弥补，保证租赁经营的顺利进行。

第二，融资租赁一般需要投保的险种

(1)货物运输保险。凡进口的设备，在一开始就要办理货物运输保险。同时，在签订进口设备订货合同时，应订明采用离岸价格或货价加运价格条件，并根据进口设备或器材的具体情况，及时在国内选择投保平安险，水渍险或一切险。

(2)财产保险。对租赁期间的财产，在运抵生产所在地时，应立即投财产保险；并可附加盗窃险，也

可以投保财产一切险。在此基础上，必要时还可加保机器损坏险和营业中断险。

(3)运输工具险。租赁财产包括有汽车、船舶等运输工具的，则须分别投保机动车辆险或船舶险。机动车辆还应加保第三者责任险。

(4)设备安装、建筑工程险。租赁业务如果涉及新建或扩建项目，在施工期间应由工程所有人或负责人参加投保，也可联合投保建筑工程险或机器设备安装险。

第三，融资租赁保险期限

保险期是自交纳保险费日起至租赁合同期满时止。如果由承租人投保，应在租赁期内按期向保险公司支付保险费，以保持保险单在保期内生效，并应向出租人提示缴保险费的收据；承租人不得在租赁期间撤销保险。

第四，保险金的索赔

在租赁期间如果发生保险事故，承租人应立即以书面形式通知出租人和保险公司，并采取必要措施，防止损失扩大。不论由哪一方投保，都应向出租人提供检验报告和有关资料，经保险公司检验鉴定后出具报告，由当事人向保险公司索赔。保险金由出租人领取，出租人可将承租人为修复租赁设备或更换与设备同等型号、性能的部件或配件等正常支出的款项从保险赔偿金内扣付给承租人；如果承租人所支款项超出赔偿金由承租人负担；如果租赁设备灭失或毁损到无法修复的程度时，保险赔偿金应归出租人扣抵应收租金和损失，不足时由承租人赔偿出租人。

四、融资租赁的形式

租赁机构可根据承租人不同要求及其本身的融资、融物能力，采取相应的形式。融资租赁机构在办理租赁业务中，有如下几种形式。

1. 直接租赁

直接租赁又称自营租赁，是融资性租赁业务中比较普遍的一种形式。融资租赁机构根据承租人的申请，以自有或筹措的资金向国内外厂商购进用户所需设备，租与承租人使用。租期一般定在3年以上。租赁期间，产权属于出租人；租赁期满，承租人按设备残值向出租人支付产权转让费，取得设备所有权。承租人用租入设备所提取的折旧和新增利润等支付租金。租赁设备的维修、保养及保险由承租人负担。租赁期内有关各方不得中途解约。

直接融资租赁的操作流程如图3.2.1。

2. 转租赁

转租赁是融资租赁机构同时兼备承租人和出租人双重身份的一种租赁形式。当承租人向融资租赁机构提出申请时，银行融资租赁机构由于资金或设备等方面的原因，可先作为承租人向国外其他租赁公司或厂家租进用户所需的设备，再转租给承租人使用。转租赁实际上是为一个项目作两笔业务，签订两个租赁合同，分别建立租赁关系。其租金一般比直接租赁要高。中间融资 租赁机构作为承租人向出租公司支付租金，又以出租人身份要最初申请的承租人收取租金。两次租金的金额有一定的联系，但不完全相同；转租期与租入期也不完全一致，由中间融资租赁机构根据实际情况进行调剂。

转租赁还专门规定，中间融资租赁机构承租的设备必须专门用于转租他人使用。设备的所有者与使用者之间，没有直接的经济或法律关系。

承租人（企业）
1 选定设备
供货人（厂商）
5 交货验收
7 付租金
4 签订租赁合同
2 委托租赁
3 签订购买合同
6 付货款
出租人（租赁公司）

图 3.2.1

转租赁操作流程如图 3.2.2。

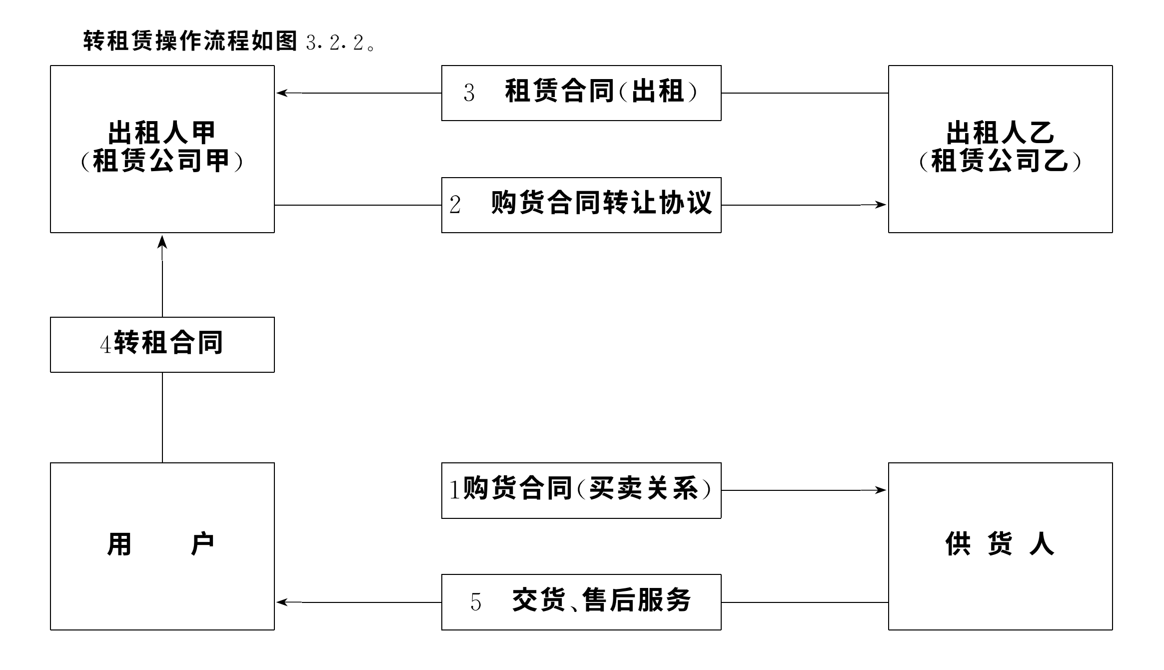


图 3.2.2

3. 回租租赁

回租租赁是在企业急需筹措资金用于新的设备投资时，可以先把自己拥有的设备按现值或净值卖给融资租赁机构，再作为承租人向租赁机构租回原设备继续使用，并按期向租赁机构交付租金。

回租租赁实际上是一种紧急融资的方式。作为租赁物体的设备就是企业在用设备，未作任何转移，其销售只是形式而已。承租人既保持了原有设备的使用权，又能使这些设备所占用的资金转化为增加其他设备的投资的资金需要，使企业固定资产流动化，可以提高资金利用率，便于企业转移投资，调整产品结构。这种形式的租赁操作流程如图 3.2.3。

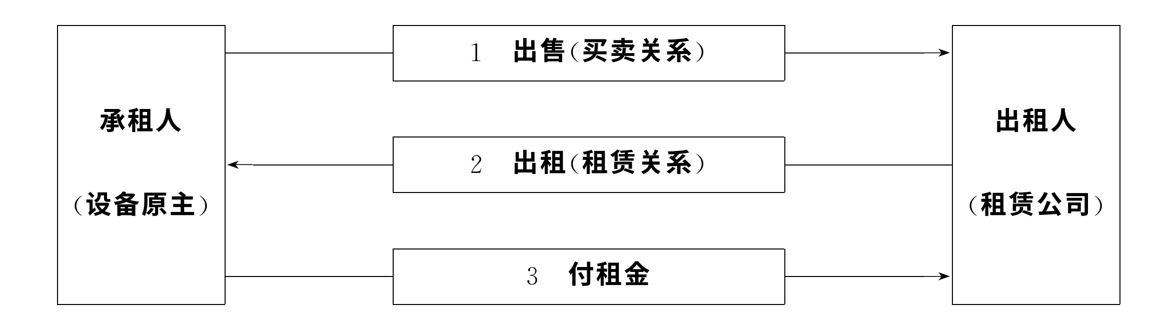


图 3.2.3

4. 衡平租赁

衡平租赁又叫杠杆租赁，是由融资租赁派生的一种特殊形式。这种租赁方式往往是当出租人不能单独承担资金密集型项目例如飞机、船舶、勘探和开采设备等的巨额投资时，以待购设备作为贷款的额外保证，从银行、保险公司、信托公司等金融机构获得购买设备的 60%—80%的贷款，由出租人自筹解决 20%—40%。这种业务一般涉及到多个当事人和若干个协议，情况复杂，手续繁琐。出租人购进设备后，租与承租人使用，以租金偿还贷款。

一项典型的衡平租赁协议如图 3.2.4。

5. 综合租赁及其他租赁形式

这是租赁与合资经营、补偿贸易、来料加工和产品的返销等贸易方式相结合，由承租人以产品偿付租金的租赁形式。

此外，还有委托租赁、代理租赁、合办租赁等形式。

委托租赁是指出租人在自营租赁的基础上，因为承租人在异地，委托他人直接办理代办手续及管理的一种租赁形式。

代理租赁是融资租赁机构接受其他租赁公司或厂商的委托，作为代理人接受承租人的申请，并按照委托人的条件要求，签订租赁合同，这种形式的租赁物件由出租人出资购买后租与承租人，并代理履行租赁合同执行的义务。

合办租赁是指由两家或两家以上的出租人商定，共同出资办理租赁项目。经出租人代表办理具体租赁手续，负责监督承租人按期交付租金，并按商定金额定期给参加出租各方划出其相应的租金。

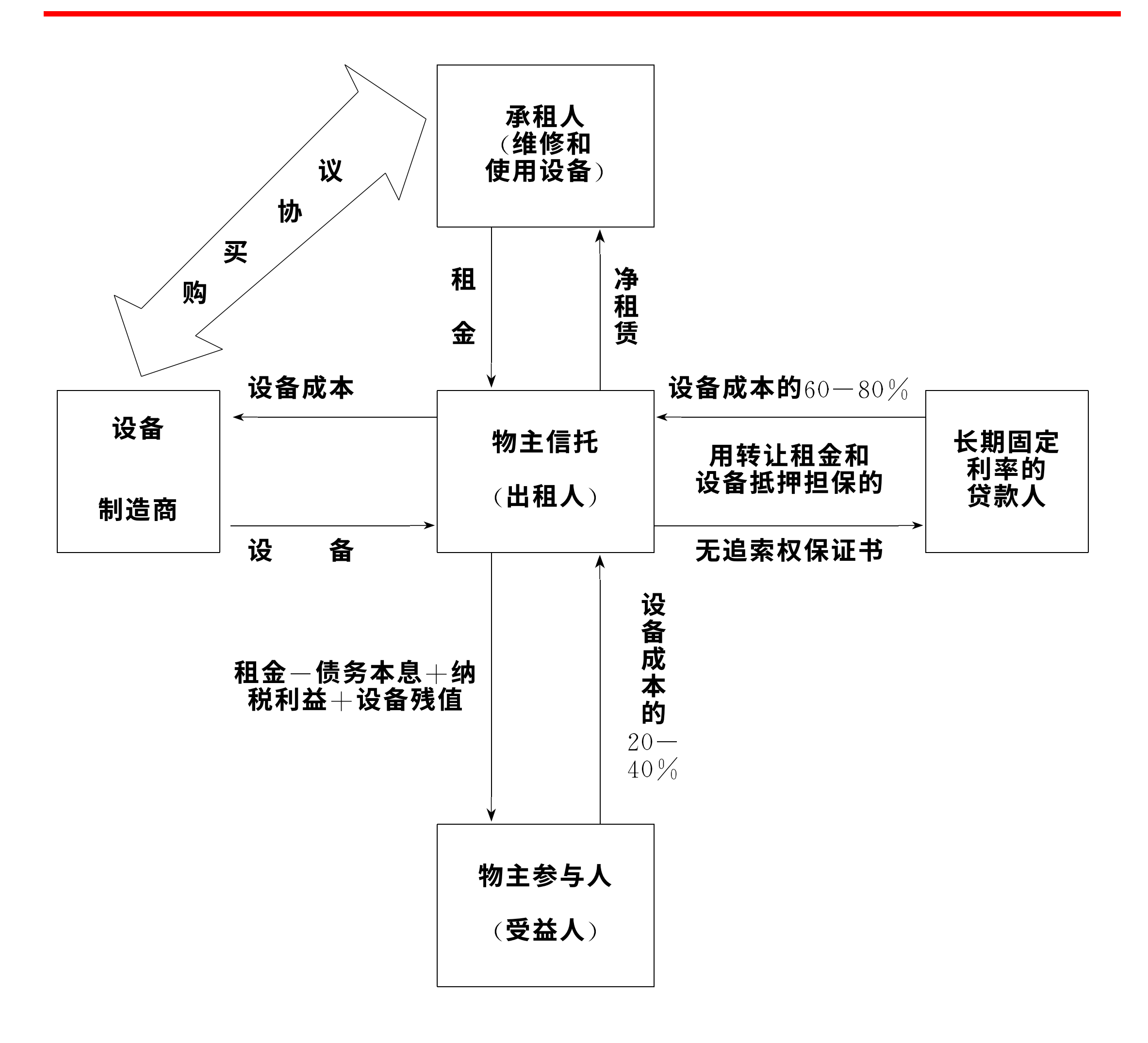

承租人
（维修和
使用设备）
购买协议
租金
净租赁
设备成本
设备
制造商
物主信托
（出租人）
设备成本的60—80%
用转让租金和
设备抵押担保的
长期固定
利率的
贷款人
设 备
无追索权保证书
租金—债务本息+纳
税利益+设备残值
设备成本的20—40%
物主参与人
（受益人）

图 3.2.4

第三章　融资租赁业务操作

一、融资租赁项目的条件及审查

1. 融资租赁项目的条件

(1)有独立的法人资格。申请办理融资租赁项目的企业,必须具备独立的法人资格,实行独立核算,并持有国家工商行政管理机关签发的营业执照。

(2)有经权力机关批准的项目投资计划文件。这是确定租赁项目的先决条件。企业需要融资租赁的固定资产项目,必须纳入国家和地方的固定资产投资计划,项目才能成立。同时,还应有经财税部门同意的支付租金来源的文件。

(3)有较高的经济效益。为了考核和计算融资租赁项目经济效益的高低,承租企业在申请办理融资性租赁时须向租赁公司提交项目可行性研究报告,对引进技术和设备的项目,还须编制项目建议书。

项目建议书的主要内容包括:

①项目名称,项目的主办单位及负责人;

②项目的内容和申请理由。包括引进的技术名称、内容和简要情况;说明拟进口设备的理由;说明主要设备名称、规格、数量;

③进口设备国别与厂商主要情况及中英文全称;

④承办企业的主要情况;

⑤产品名称、规格、用途、性能与生产能力及市场销售预测;

⑥主要原材料来源、能源、交通运输及协作配套等方面情况;

⑦项目投资与资金来源;

⑧项目的进度安排及技术分析和经济技术效益分析;

⑨简要项目考察计划,外商来华技术交流计划和可行性研究工作计划。

可行性研究报告主要内容有:

第一,概要说明:

①项目名称;

②项目的主办单位及负责人;

③可行性研究报告的主要技术、经济负责人的名单;

④项目建议书和审批文件;

⑤可行性研究的总概况、结论和建议。

第二,承办项目企业的基本情况和条件。

第三,生产规划:

①产品名称、规格、技术性能与用途;

②国内供需情况的调查、研究与预测;

③国外市场情况的调查、研究与预测;

④国内外产品销售价格的调查研究分析;

⑤分年度的国内外市场需求量估算;

⑥产品生产能力的选定及理由;

⑦分年度的产品产量与国内外销售量规划。

第四,物料供应来源与规划:

①包括原材料、半成品、配套件、辅助材料、电力、燃料及其他公共设施等的使用数量、价格;

②物料的选择及理由;

③分年度的物料供应规划。

第五,厂址的选择。

第六,技术与设备要求:

①可选技术方案的比较、论证和选定理由;

②技术来源的国别与厂商,并写明中英文全称;

③技术转让费用的估算;

④设备的选定及选定理由;

⑤设备的国内外分交方案和与外国厂商合作制造方案;

⑥进口设备的来源国与厂商,并写明中英文全称;

⑦设备费用估算。

第七,生产组织、劳动定员和人员培训计划。

第八,环境污染的防治。

第九,项目实施的综合计划。

包括设备询价、谈判、签订合同、工程设计、技术与设备的交付、工程施工、调试与生产进度以及正式投产年月;建筑安装工程内容和工作量;施工力量的安排与施工组织规划。

第十,资金概算和来源:

①项目的全部资金需用额和来源;

②项目的总用汇额；

③外汇资金的来源与偿还方式；

④国内资金的概算。

第十一，经济效益分析：

①生产成本与销售收益的估算；

②分年度的现金流量；

③分年度的损益计算表和资产负债表；

④根据分年度的资金流量，计算投资回收年限；

⑤计算现金的净现值与折现率；

⑥项目的敏感度分析和盈亏分析；

⑦其它经济技术指标的分析。

(4)有可靠的交纳租金来源。承租人在申报融资租赁项目前，要报经财税部门批准，确定支付租金来源的方式，并将批准文件提交融资租赁机构，作为出租人按期收取租金的合法依据。

(5)有一定比例的自有资金。企业申办的融资租赁项目，必须有一定的比例的自筹资金。新建项目企业的自有资金不低于项目总投资的50%；技术改造项目企业的自有资金不低于项目总投资的30%。对于单项的租赁设备如汽车、船舶等则不强调自有资金的比例。

要求企业在租赁项目中占有一定比例的自有资金，是当前各专业银行信托投资公司办理国内租赁业务时所掌握的条件之一。为了便于考察计算自有资金比例，承租人要应在办理申请时向出租人提供近期的资产负债表及损益计算表。

(6)有必要的经济担保。为了保证租赁合同的顺利履行，并保证出租人租赁资金的安全，在申请租赁时，要求承租人提供必要的经济担保。

承租企业提供经济担保一般采取租金担保函的形式(格式与内容见下表)，即担保人必须是具有法律上认可的有债务担保资格的经济实体。

交纳租金担保函

××租赁公司(信托投资公司)：

我单位受×××单位委托，同意作为与贵公司签订×××项目租赁合同交付租金的担保人。我单位保证被担保人(承租人)不论在任何情况下，均履行租赁合同规定，按期交付租金。如承租人未能按期交付时，我单位在接到出租人通知后10月内，无条件代承租人交付所欠全部租金及滞纳金。

担保单位：

(公章)

代表：

(签章)

开户行及帐号：

签约日期：　　　　年　月　日

如果承租人不能按期交付租金，须由担保人员负责赔偿。承租人也可以采取以有价证券和动产、不动产作抵押品的担保形式。承租人如果不按期缴纳租金，出租人即可处理抵押品以抵充租金。

2. 融资租赁项目的审查

银行融资租赁机构在办理租赁业务时，为了掌握项目的政策性，资金的安全性和效益性，应对照租赁条件，对项目的有关情况进行认真的审查。

(1)审查融资租赁项目立项文件的合法性和政策性。

(2)通过企业的开户银行了解企业的支付能力和信用等级，及以往履约情况；并通过分析企业财务报表，了解其盈亏状况。

(3)通过对企业近期的经营状况和企业产供销各环节运行情况，综合分析审查企业的经营管理能力。

(4)审查租赁项目的资金来源。

(5)审查投资概算。

(6)审查产品销路。

(7)审查租金来源。

(8)审查项目综合保障能力。通过对项目辅助设备、原材料、煤、水、电、气，以及交通运输保障情况分析，以达到适应项目需要的要求。

3. 融资租赁项目一般应具备的资料

(1)承租人申请书(见下表)：

表 3.3.1　租赁申请书

申请单位：　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　电话：

<table>
<tr><td colspan="2">企业性质</td><td></td><td colspan="3">开户行及帐号</td><td></td></tr>
<tr><td colspan="2">主管部门</td><td></td><td colspan="3">固定资产(现值)</td><td></td></tr>
<tr><td colspan="2">职工人数</td><td></td><td colspan="3">自有流动资金</td><td></td></tr>
<tr><td colspan="2">申请项目名称</td><td></td><td colspan="3">批准文件</td><td></td></tr>
<tr><td colspan="2">项目总投资</td><td></td><td rowspan="14">项目效益</td><td colspan="2">建设周期</td><td></td></tr>
<tr><td colspan="2">其中：土建</td><td></td><td colspan="2">投产日期</td><td></td></tr>
<tr><td colspan="2">设备</td><td rowspan="6"></td><td rowspan="2">品种</td><td>原有</td><td></td></tr>
<tr><td rowspan="5">资金来源</td><td>国家投资</td><td>新增</td><td></td></tr>
<tr><td>部门拨款</td><td rowspan="2">产量</td><td>上年</td><td></td></tr>
<tr><td>部门投资</td><td>新增(年度)</td><td></td></tr>
<tr><td>企业自筹</td><td rowspan="2">产值</td><td>上年</td><td></td></tr>
<tr><td>租赁金额</td><td>新增(年度)</td><td></td></tr>
<tr><td colspan="2">租赁资金计划</td><td></td><td rowspan="2">利润总额</td><td>上年</td><td></td></tr>
<tr><td colspan="2">租赁期限</td><td></td><td>新增(年度)</td><td></td></tr>
<tr><td colspan="2">缴租宽缓期</td><td></td><td rowspan="2">税金</td><td>上年</td><td></td></tr>
<tr><td colspan="2">缴租次数及间隔</td><td></td><td>新增(年度)</td><td></td></tr>
<tr><td rowspan="3">缴租资金来源</td><td colspan="2" rowspan="3"></td><td rowspan="2">创汇</td><td>上年</td><td></td></tr>
<tr><td>新增(年度)</td><td></td></tr>
<tr><td colspan="2">备注</td><td colspan="2">1.项目批准外汇
2.其他</td></tr>
</table>

<table>
<tr><td rowspan="5">受理意见</td><td rowspan="3">经办人</td><td rowspan="3" colspan="2"></td><td>租赁金额</td><td></td></tr>
<tr><td>租赁费率</td><td></td></tr>
<tr><td>租赁期限</td><td></td></tr>
<tr><td>经　理</td><td></td><td rowspan="2">说明</td><td colspan="2" rowspan="2">1.资金单位：万元
2.外汇单位：万美元
3.时间单位：个月</td></tr>
<tr><td>总经理</td><td></td></tr>
</table>

年　月　日

(2)承租人营业执照；
(3)有权机关批准的立项文件；
(4)当地财税机关关于租金偿付来源批准文件；
(5)有关项目投资资金来源落实情况说明；
(6)项目的可行性报告；
(7)当地银行审查意见；
(8)有关项目的技术资料；
(9)原材料供应合同协议；

(10)产品销售合同协议;
(11)供电、供煤、供水、供气部门的供应合同;
(12)企业近期资产负债表及说明;
(13)租赁物件订货合同;
(14)租金偿还能力分析表;
(15)租赁物件原始发货票据;
(16)租赁物件保险清单;
(17)经济担保函。

二、融资租赁的业务程序

融资租赁业务程序要比信贷手续复杂,而国际性的租赁业务又比国内租赁业务复杂。一般分为以下六个阶段。

1. 融资租赁准备阶段

当承租企业决定进行固定资产投资,在完成新建项目或技术改造项目的可行性研究,并报经有权批准机关批准立项后,应做好三方面的选择工作:

一方面是增置设备方式的选择,是采用直接购买还是通过租赁方式。

一方面是设备来源的选择,是采用国产设备还是进口设备。

一方面是融资租赁机构的选择。

2. 委托租赁阶段

承租企业在选择好融资租赁机构后,即向该租赁机构提出办理融资租赁业务的申请,并提出下列文件资料:

(1)经国家规定的有权审批机关批准的纳入国家或地方计划的固定资产项目新建或技改投资计划文件;

(2)项目的可行性报告或技改项目方案;

(3)经国家有权机关批准的许可企业进口设备的批件,单套机引进的应有经审批机关批准的单机进口订货卡片及卡片说明书;成套设备引进的应有经审批机关批准的设备分交方案;

(4)允许企业分年度使用外汇额度,用汇指标偿付租金的批准书,以及说明偿付能力和落实偿付租金的外汇来源计划;

(5)经融资租赁机构认可的担保单位为承租企业履行租赁合同偿付租金出具的担保函;

(6)其他资料。内容可详见上节第三点所列示资料。

承租企业在提供上述资料情况下,经融资租赁机构初审基本同意受理后,承租企业即可填写租赁申请书或租赁委托书,租赁公司在委托书上签字盖章,正式接受委托。

3. 对外谈判阶段

有关设备的技术谈判和商务谈判一般分三步进行。

(1)承租企业根据自己的需要,选定租赁设备。企业可以自选一个信誉好、产品质量优良、售价满意和服务周到的供货厂商作为引进设备的对象。有些融资租赁机构为了帮助承租企业做好技术设备引进工作,还可以根据其要求,代为介绍联系供货厂商,提供有关资料。为了提高工作效率,缩短引进时间,承租企业要详尽地向融资租赁机构说明设备名称、用途、规格、型号、性能、生产能力、供应范围等,选择意向国别、厂家等,对技术及其他服务的要求。

(2)融资租赁机构根据承租企业要求,向供货厂商询价。为便于为承租企业争取到物美价廉的先进技术设备,融资租赁机构往往要向多家厂商询价、进行比较,作出最有利的选择。

(3)组织技术交流,进行技术谈判和商务谈判。技术谈判一般以承租企业为主,通过与提供设备的国内、外厂商谈判,切实弄清楚有关技术设备的问题,选择融资租赁设备的规格、型号、数量、性能、技术参数、价格、质量保证、零备件交货期、技术培训、安装调试,是否要聘请有关专家及售后服务、索赔等条件,进而签订详细的技术服务文件。在充分进行技术谈判的基础上进行商务谈判,商务谈判是以融资租赁机构为主,承租企业参加,由融资租赁机构与承租企业共同对供应商进行商务谈判,既便于承租企业了解引进设备的性能、技术条件,使购进的设备适合企业的需要,又便于租赁机构发挥贸易渠道多,市场信息灵通的优势,争取得到优惠的价格和交易条件。在此期间,如果需要作出国考察,经融资租赁机构向承租企业发出出国考察通知函,由承租企业的所在省、市申请办理有关手续。

4. 签订合同阶段

签订租赁合同是租赁程序的中心环节。办理融资租赁业务一般要签订两个合同,一个是购货合同,一个是租赁合同。根据技术谈判和商务谈判的结果,经承租企业确认后,由融资租赁机构与供应商签订购买技术设备的购货合同。有的融资租赁机构为保证承租人对所订设备的确定依据,往往也要求承租人在购货合同中联合签字。与此同时,租赁机构与承租企业也签订了租赁合同。租赁合同与购货合同是租赁业务中不可分割的主要文件。

由于租赁设备的所有权与使用权是分离的,在

租赁合同中对租赁期限、租金、租期满后的设备处理等作出明确规定,以便双方严格履行。

(1)租赁期限。租期一般按日计算,从起租日开始到合同规定的终止称为租赁期满或租赁到期。融资租赁期限一般规定在二年以上,六年以下。有的特殊设备租期也有长达十年的。在租赁期内,承租单位要负责租赁设备的保管、维修和保养,并承担相应的费用。在未作特殊规定的情况下,承担企业不能擅自将租赁设备转移给第三者使用或转租给他人使用。也不得随意转移租赁物体的安置地点。融资租赁期限内,承租人一律不得中途解约。

(2)租金及其支付方式。租金是根据租赁物件的总成本、融资利息、租赁手续费确定。但租赁期限、租赁费率、支付方式和结算货币的种类等因素都会影响租金金额。一般引进设备的租赁项目,要求承租企业用外汇支付租金。租金的支付方式是指在租期内,承租企业按多长时间间隔支付一次租金。租金支付方式有期初先付和期末后付,先付是指起租日即开始支付第一次租金,即先付租金,后用设备;后付是指在起初日后的一个间隔时间才开始支付第一次租金,即先用设备,后付租金。关于租赁费率,当前各专业银行设立的信托投资公司是按照企业固定资产贷款利率执行的。

(3)租赁期满后的设备处理。租赁期满后的设备处理一般有三种方式:

①按合同中双方议定金额由承租人留购;

②将租赁设备退还给租赁机构;

③按双方重新议定的租金续租。

这三种方式应在租赁合同中明确采取哪一种。一般专用设备在租赁时多采取第一种方式。

在签订租赁合同中,有的融资租赁机构要求承租企业交付合同价格的10%—15%的租赁保证金。

5. 设备引进阶段

融资租赁机构在与承租人签订租赁合同的同时,也在国内外融通筹集用于购买设备所需资金。随后,供应设备的厂商向承租企业发货,并且融资租赁机构对外付款、订舱、投保。根据购货合同规定,设备供应的厂商要提供售后服务。即设备交付承租单位后,向用户供应易损零配件,派工程技术人员到承租企业安装、调试。在引进设备的过程中,承租人还要注意办理减免税及报关,租赁设备交货和租赁设备的保险事务。

6. 交付租金阶段

从起租日开始,承租企业取得了租赁设备的使用权,即应按照租赁合同规定,分期向融资租赁机构交付租金。在签订租赁合同时,往往有无法事先精确测定的费用,如起租前融资租赁机构预付设备定金应计算的利息、设备运输费、途中保险费等。这些费用是以估算办法计入租赁设备成本而计算出每期应付租金额度内。如果实际付出的成本与估算的合同中的成本有出入时,租金就要作相应的调整。融资租赁机构要将租金变动数额连同实际成本计算书一起通知承租人,以便承租企业按租赁条件变更通知书的规定交付租金。

租赁期满后,按租赁合同规定的处理方式处理租赁物件。该退回的办理退回手续,需续租的重新签订租赁合同。至此,租赁合同终止,租赁业务全部结束。

融资性租赁业务程序图示如下页:

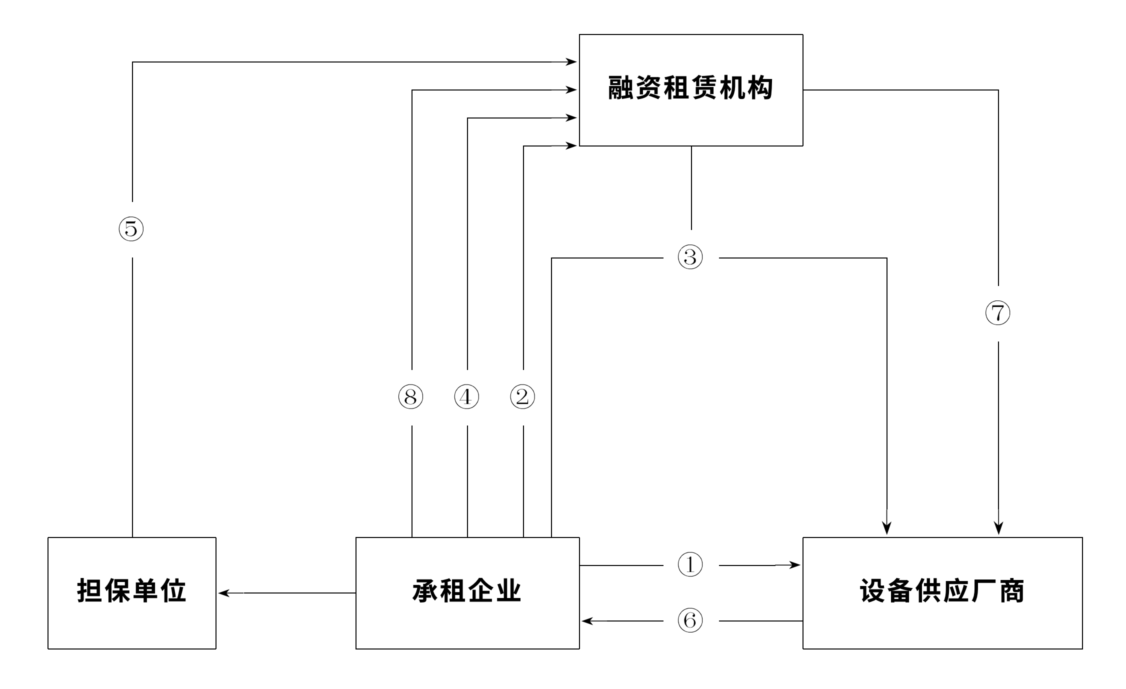


图 3.3.1

说明：

①承租企业向设备供应厂商选择租赁设备

②承租企业向融资租赁机构申请租赁

③融资租赁机构和承租企业一起对供货厂商作技术及商务谈判，签订购货合同

④融资租赁机构与承租人签订租赁合同

⑤承租人向融资租赁机构提供担保单位的租金支付担保函

⑥供货厂商对承租人发交设备及售后服务

⑦融资租赁机构对供货厂商支付设备价款

⑧承租人向租赁机构交付租金

三、融资租赁的合同

融资租赁业务中的合同有两个：一个是融资租赁合同，一个是购货合同。这两个合同是租赁业务能够成立的两个法律性文件。

租赁合同是出租人与承租人之间为租赁设备而明确相互间权利义务关系的协议。亦即出租人将设备租与承租人使用，承租人同意交付租金的协议。(格式可见下文)。

购货合同则是由出租人接受承租人的委托与要求，为购买承租人所指定的租赁设备而与供货人签订的购货协议，格式见下文。

融资租赁业务是由两个合同，由与此相关的三方面当事人(出租人，承租人和供货人)签订的：承租人与出租人签订租赁合同；出租人与供货人签订购货合同。

融资租赁合同

中国农业银行信托投资公司(出租人，以下简称甲方)

(承租人，以下简称乙方)

为了促进企业的技术进步，根据《中华人民共和国银行管理暂行条例》和《中华人民共和国经济合同法》，经双方商定，按下列条款签订本融资租赁合同(以下简称合同)共同遵守。

第一条　合同依据和租赁物件

(1—1)甲方根据乙方提供的经国家计划经济部门批准的　　号固定资产项目投资计划文件，及财税部门批准的交付租金来源文件等资料，同意乙方的申请，购买经乙方选定的租赁物件(附租赁物件清

单)租予乙方使用。甲、乙双方商定采用　　种购买租赁物件方式:

A:由甲方与供货人签订经乙方确认的购货合同,购货款由甲方对供货人划付。

B:由乙方与供货人签订经甲方确认的购货合同,在租赁合同签订后五日内,由甲方以电汇方式将购货款划入乙方帐户。

租赁物件的原始发票应由甲方保存。

(1—2)租赁物件总成本为人民币大写____元。其中包括租赁物件价款____元,运杂费____元,途中保险费____元,安装调试费____元,其他费用____元。

(1—3)在租赁期间租赁物件的所有权属于甲方,乙方只有租赁物件的使用权。乙方不得在租赁期间对租赁物件进行销售、转让、抵押或采用任何侵犯租赁物件所有权的行为。乙方如发生关闭、停产、合并或转产情况时,除甲方外的任何单位和个人都无权处理租赁物件。租赁物件如需移动安置地点,须经甲方同意。

(1—4)租赁期满后,甲方同意将租赁物件的所有权转让给乙方,乙方须按租赁物件总成本的　%计算产权转让费,并按合同附表第7项所列金额在最后一次交付租金时,一并交付给甲方。在甲方开出产权转让凭证并交给乙方设备原始发票后,租赁物件即归乙方所有。

第二条　租赁期限和租金

(2—1)总租金由租赁物件总成本和租赁费构成。租赁费是以租赁物件总成本为计算基础,比照银行固定资产贷款利率,按年费率　%计算的。租赁期间,如遇国家调整银行固定资产贷款利率,则按其调整幅度,相应调整租赁费率。

(2—2)租赁物件的租赁期限为(　　)月,交租宽缓期为(　　)月,租金总金额为(　　)元,每(　　)个月交租一次,期末后付。起租日和每期交付租金金额及日期详见合同附表第1、2、3、4项。不论在任何情况下,乙方均须按期交付租金。

(2—3)乙方应在租赁合同签订后,按租赁物件总成本的　%计金额(　　)元,作为租赁手续费,交付给甲方,其交付方式为:

1.采用A种方式购买租赁物件的,在合同签订后10日内,由乙方直接划付给甲方(　　)元,其余(　　)元由乙方付给甲方的代理人,做为代理手续费;

2.采用B种方式购买租赁物件的,在合同签订后,甲方划出融资款时扣收(　　)元,其余(　　)元,由乙方付给甲方的代理人作为代理手续费;

(2—4)乙方向甲方交付租金,租赁手续费、产权转让费及合同第六条所列租赁保证金时,应采取电汇方式。

租赁物件采用第一条、第一款中A种购买方式的,其交货和验收按下列规定执行:

(3—1)租赁物件由购货单位按购货合同规定的交货日期、地点向乙方发货,或由乙方自提。如发生国家调整政策和不可抗力的自然灾害等情况,以及供货单位运输方面的原因,造成推迟交货,或不能交货,或造成租赁物件毁损等,由乙方直接向供货单位索赔,甲方不承担责任。

(3—2)租赁物件到达交货地点后,乙方应及时验收,安装调试。验收安装调试中如发现问题,由乙方直接向供货单位提出,并按购货合同解决。乙方在验收合格后,应立即开具租赁物件收据,连同供货单位开出的正本发票,并附安装好的租赁物件照片,交给甲方存执。

第四条　租赁物件的毁损和灭失

(4—1)乙方承担在租赁期间发生的租赁物件正常损耗以外的毁损和灭失的风险。租赁物件如发生毁损和灭失时,乙方应按合同附表第6项规定的预定损失金额赔偿给甲方,甲方即将现存租赁物件和所有权转让给乙方。

第五条　租赁物件的保险

(5—1)租赁物件自乙方收到之日起,由乙方代甲方向当地保险公司办理财产保险手续,保险费由乙方负担,保险单交甲方存执。

(5—2)租赁期间,如发生保险事故,乙方应立即通知甲方,并代甲方向保险公司索赔。

第六条　租赁保证金

(6—1)乙方应在本合同签订后三日内,按租赁物件总成本的　　%向甲方预交合同附表第5项列明的租赁保证金,作为履行合同的保证。乙方如未交保证金,甲方则不划融资款。

(6—2)租赁保证金不计利息,在租赁期满时,甲方用保证金抵充最后一期租金,多退少补。

(6—3)乙方违反合同条款时,甲方有权从租赁保证金中抵扣乙方应支付给甲方的部分或全部款项。

第七条　交付租金的担保

(7—1)乙方应提交经甲方认可的具有经济实力的单位出具的不可撤销的交付租金的担保函,或担

保人直接在合同上盖章。

(7—2)甲方同意乙方委托的××××为交付租金的担保人,如乙方不能按期交付租金,经甲方通知后十日内,担保人应无条件代乙方偿付租金及违约金等款项。

第八条 代理人的权利义务

(8—1)甲方委托××××为本租赁项目的代理人。甲方应按约定付给代理人代理手续费,手续费的金额及支付方式见第二条第3、4款。

(8—2)代甲方对项目进行可行性调查,审查关于项目的文件和其他有关材料,并提出初审意见。

(8—3)租赁物件由乙方购买时,代理人代甲方监督乙方使用租赁融资款项,监督检查租赁物件的安装、调试、使用、维修和保养等情况。

(8—4)代甲方办理在租赁期间委托的其他事项。

第九条 违约处理

(9—1)甲方应按合同规定日期向乙方划付租赁融资款项,乙方应按合同规定日期向甲方交付租赁保证金、租金、租赁手续费、租赁物件产权转让费等款项。如一方未按期划付,应按延付金额及天数,每天加付万分之五的违约金给对方。

(9—2)甲、乙双方应按合同规定的划款方式划款。如一方未按规定方式划款,造成资金在途时间超过三天的,应按超过天数、及划款金额每天加付万分之五的违约金给对方。

第十条 其他

(10—1)租赁期间甲方有权检查租赁物件的使用情况,及乙方的生产经营情况,乙方应提供方便。乙方应按季向甲方提供财务报表。

(10—2)本合同所列附件是本合同不可分割的组成部分,与合同正文具有同等法律效力。

(10—3)本合同如有修改或补充,应以书面方式经各方同意签章后,才能生效。

(10—4)本合同正本一式二份,甲乙双方各执一份。副本二份,由担保人和代理人各执一份。经各方签字盖章日起,合同正式生效。待乙方付清全部租金及产权转让费,甲方开出产权转让凭证之后终止。

合同附件:

(一)合同附表

(二)租赁物件清单

甲方:中国农业银行信托投资公司(盖章)

代表:

开户行及帐号:

乙方:

代表:

开户行及帐号:

担保人:

代表:

开户行及帐号:

代理人:

代表:

开户行及帐号:

签约地点:

签约日期: 年 月 日

合同附件一:合同附表

序号	合 同 事 项
1	租赁期限 个月,自 年 月 日起,至
	年 月 日止,交租宽缓期 个 月
2	租金总额 元
	每期租金 元
3	总租赁费 元
4	交租期数及时间:

	第一期　　年　月　日
	第二期　　年　月　日
	第三期　　年　月　日
	第四期　　年　月　日
	第五期　　年　月　日
	第六期　　年　月　日
	第七期　　年　月　日
	第八期　　年　月　日
	第九期　　年　月　日
	第十期　　年　月　日
5	租赁保证金　元于　　年　月　日交付
6	预定损失金额　（损失赔偿金）
	第一期　　　元　　　第二期　　　元
	第三期　　　元　　　第四期　　　元
	第五期　　　元　　　第六期　　　元
	第七期　　　元　　　第八期　　　元
	第九期　　　元　　　第十期　　　元
	第十一期　　元　　　第十二期　　元
7	产权转让费　　　　　　　　　　元
8	手续费　　　　　　　　　　　　元
9	其他　　　　　　　　　　　　　元

合同号：(　　　)农银信租字第　号

租赁物件清单

单位:万元

名称	规格型号	数量	单价	金额	供货单位

承租单位:

中国农业银行信托投资公司购货合同

合同号:(　　)农银信租购字第(　　)号

中国农业银行信托投资公司(购货方,以下简称甲方)

(销售方,以下简称乙方)

经双方商定,按下列条款签订本购货合同(以下简称合同),共同遵守。

1.甲方以出租为目的,应承租人申请,向乙方购买×××(详见清单,以下简称合同货物)总价款为人民币×××××元(大写)上述价款为固定价格,即合同第二条规定的交货地点的交货价格。

2.乙方应在××年××月××日交货。交货地点××××××收货人为承租人。

3.乙方将合同货物运达交货地点后,应以书面通知甲方,通知单上的日期为实际交货日期。

4.合同货物使用权自实际交货日起,由乙方转移归甲方。

5.甲方在收到乙方提供的合同正本发票后××天内,应将合同货物的总价款汇至乙方开户行:×××××帐号:×××××××甲方如未按期划款,应按延期金额及天数,以每天万分之×计算罚金交付乙方。

6.乙方如按合同规定的时间、地点交货延迟一天,乙方应向甲方交付合同货物总价款的万分之×的罚金。延迟时间超过30天,甲方有权撤销合同。

7.本合同货物系甲方购买做出租之用,乙方应向甲方及出租人保证合同货物的型号、规格、性能、质量、符合承租人使用的目的。如发生质量问题,由乙方直接向承租人负责。

8.本合同以甲方与承租人签订的租赁合同的生效为生效前提。

9.本合同一式三份,其中正本二份,由甲乙双方各执一份,副本一份,由承租人存执。

甲方:中国农业银行信托投资公司(盖章)

代表:

开户行及帐号:

乙方:

代表:

开户行及帐号:

承租人:

代表:

开户行及帐号:

签约地点:

签约日期:　　　年　　月　　日

1. 租赁合同与购货合同之间的关系

租赁业务之所以要签订两个合同，是由于租赁业务具有既融资又融物的双重职能决定的。尽管这两个合同之间相互关联，不可分割，但是由于签订合同的目的不同，合同规定的权利义务不同，所以，两个合同之间又都是各自独立的，是分别代表不同法律关系的契约。

(1)租赁合同是主合同，购货合同是辅合同。购货合同是出租人应承租人的要求，为购买承租人所指定的生产设备而与供货人签订的。根据购货合同，出租人从供货人那里取得设备。而租赁合同则是出租人与承租人为租赁设备而签订的。根据租赁合同，出租人将其购买的设备租予承租人在约定的租期内使用。因此，租赁合同是购货合同成立的前提。

(2)租赁合同使供货人与承租人形成准合同关系。在租赁合同中、出租人一方面与承租人签订租赁合同，一方面与供货人签订购货合同。出租人居中连接承租人与供货人，亦即是生产者与消费者两方，是购货合同与租赁合同的直接当事人。基于这种关系，使承租人与供货人形成准合同关系。

(3)两个合同同是一个标的物。供货人从出租人那里得到货款，却把设备直接交给承租人使用，而且保证所交设备符合承租人选定的规格要求，并承认承租人所授予的追索及索赔的权利。因为购货合同所购设备是出租人所出租的设备，所以，购货合同履行情况如何，直接影响到租赁合同的法律后果。

因为两个合同签订的目的不同，合同间的权利义务之间也有明显的区别：

第一，购货合同中买方只负责支付货款，交货验收由用户(承租人)负责。因为，购货合同中的设备是应承租人的要求，并为承租使用而购买的，一切技术的问题例如产品质量、规格、型号、性能等都由承租人与供货人直接交涉，出租人不负责任。但承租人享有出租人授予的索赔及诉讼权。

第二，出租人将其购买的设备租给承租人在租期内使用，并收取租金，承租人不论供货人交货情况如何，必须按租赁合同中约定的时间、金额等交付租金才能获得租赁设备的使用权。

2. 融资租赁合同的特点与内容

我国经济合同法明确确定，租赁合同属于经济合同范畴。但是，融资租赁合同又不是一般的经济合同，按经济合同分类，它属于财产所有权转移合同类中的财产使用和收益合同。其内容与一般经济合同有明显的区别，主要表现在：

(1)租赁合同的标的物是物，不是资金。这是融资租赁合同区别于其他经济合同的一大特点。出租人的融资作用，是给予承租人以设备使用权，而不是货币资金。

(2)租赁合同中的出租人保有资产所有权。在租赁合同中，出租人将设备租予承租人使用，它所转移的不是资产所有权，而是资产使用权，即使是租赁合同终止后，设备所有权也还存在转移与否的问题。这是租赁合同与其他经济合同的又一区别。

(3)租赁合同是不可撤销的合同。它不同于一般服务性合同，一般服务性合同如出租汽车等，即使中途解约，还可以收回另租，对出租人影响不大；融资租赁则不同，由于租赁合同中出租的设备是为承租人所购的专用设备，中途解约，将给出租人造成损失。

(4)租赁合同是借物还钱。它不同于一般的借物还物，借钱还钱的信用形式，而是借物还钱，分期偿付租金的方式来体现。

(5)融资租赁合同一般定有设备残值转让条款。即租赁期满，出租人不收回旧设备，通过收取设备产权转让费，将租赁设备所有权转移给承租人。

3. 签订合同的原则及注意事项

租赁合同和购货合同一经签订，除具有经济活动的形式外，同时是一种法律行为，即具有法律约束力。当事人必须全面履行合同规定的义务，任何一方不得擅自更改和违反合同；有一方违反合同条款，即必须按合同规定追究其经济责任。所以，合同的当事人在签订合同时，必须明确各自的权利义务，增强法律意识，维护合同的严肃性。

在签订租赁合同时一般应注意以下几点：

(1)签订租赁合同必须遵守国家的法律、方针和政策；合同的内容不能与国家的政策规定相抵触。

(2)合同的当事人必须是企业法人，并具有履行合同的经济条件。

(3)为加强租赁合同的法律效力，合同签订后一般要经公证部门公证。

(4)租赁合同必须在有关各方就合同内容充分协商，取得一致意见的基础上签订。如果一方当事人不能亲自参与签订，必须出具正式委托证明，委托人代签。

四、融资租赁的租金

融资租赁的租金是指出租人转让某种设备的使

用权给承租人而按约定条件定期分次向承租人收取的“报酬”，即出租人定期获得的收入，或者说是承租人为使用某种设备按约定期分次付给出租人的费用。由于租金直接关系到出租人和承租人的经济效益，因此，租金的构成及计算成为双方最为关心的问题。

1. 租金的构成要素

构成租金的要素，一般来说，包括租赁物件的购置成本，租赁期间的利息，引进设备的手续费、维修费、管理费、保险费、税捐和设备陈旧风险费等。租金的计算，我国目前是根据财政部(85)财工字第29号文件“租赁设备所需的租赁费包括租赁手续费、利息以及构成固定资产价值的设备价款、运输费、途中保险费、安装调试费”的规定执行，即租金的构成要素包括：租赁资产的购置成本，租赁期间的利息费用、租赁手续费三个项目。现将计算租金要素分述如下：

(1)租赁资产的购置成本。租赁资产的购置成本(也称设备价款)除租赁物件本身的价值外，还包括运费、保险费和进口关税(不论CIF价还是C&F价，实际都是由承租人负担)。目前我国融资租赁机构在融资租赁期满时，租赁资产的所有权一般都要转移给承租人，因此，运费、保险费都不包括在租赁资产的购置成本中，而由承租人直接支付。如果事前预计租赁资产的名义货价，即残值，则还须减除其预计的名义货价后才能作为计算租金的基础。安装调试费一般都包括在租赁资产的货价之中，不需要另行计算。

(2)租赁期间的利息费用。融资租赁机构购买出租设备所筹措的本金，不管来源在于何处，都需支付利息，因而在租赁成本内需包括利息这一项，其利率高低取决于签订合同时的金融市场行情，资金的来源和资金运用，融资租赁机构筹措资金的能力和利差风险费等。所谓利差风险费，是由实行期限差额利率和浮动利率的因素引起的，融资租赁机构为了防止因利率变化带来损失而采取的保值并取得合理盈利的措施，通常参照国际惯例采取的“加息”或“加利差风险”的办法处理。

(3)租赁手续费。租赁手续费是融资租赁机构为承租人承办租赁设备所开支的营业费用(包括差旅费、工资、办公费、税金等)和收取的必要的盈利。这个数字是可变的，一般没有固定的标准，而由融资租赁机构与承租企业协商讨论。通常情况下，租赁金额大些，手续费率低些；租赁金额小些，手续费率大些，租赁期限长些，手续费率高些；租赁期限短些，手续费率则低些。各融资租赁机构在市场竞争中为争取客户的一个重要内容便在于此。

以上阐述的租赁资产的购置成本、租赁期间利息费用、租赁手续费三个项目中，租赁设备的买价是事先已定的，运费和保险费也是比较固定的，因此，租赁费率的高低，主要取决于对设备的名义货价预计、利息和手续费的多少。

2. 租金的计算方法

在租赁业中，计算租金有多种方法，每一种租金计算方法都可能有不同的租赁条件，如先付或后付，有无保证金或残值等，由此而计算出来的租金数额不完全相同，甚至差异很大，因此采用适当的租金计算方法对于出租人和承租人都是非常重要的。国际上一般常用的有年金法和附加率法两种。

(1)年金法。年金法是指在一定的利率间隔相等(年、半年、季、月)的条件下连续定期收取(或支付)的一系列等额款项。每期期末收支的年金称为普通年金(或期末年金)，每期期初收支的年金称为期首年金(或即付年金)。

普通年金计算公式：

$$P=\frac{R}{1+r}+\frac{R}{(1+r)^2}+\cdots+\frac{R}{(1+r)^n}$$

$$P=R\cdot\left(\frac{1}{1+r}+\frac{1}{(1+r)^2}+\cdots\cdots+\frac{1}{(1+r)^n}\right)$$

$$P=R\cdot\frac{1-\frac{1}{(1+r)^n}}{r}$$

$$R=\frac{P\cdot r\cdot(1+r)^n}{(1+r)^n-1}$$

式中，P——本金，即租金计算中的租赁设备概算成本

r——利率

n——期数

R——租金(每次)

例：租赁设备的概算成本为100万元，租赁期5年，租金每年底均等后付，利率为10%，求每期租金。

计算：已知 $p=1,000,000$，$n=5$，$r=10\%$

则 $$R=\frac{1000000\times10\%\times(1+10\%)^5}{(1+10\%)^5-1}=263797.48$$

每期租金为263797.48元

租金总额为 $263797.48\times5=1318987.40$ 元

现将普通年金后付计算每期租金支付情况列表：

表 3.3.2　租金平衡表

期数	还款间隔(年)	每期租金	利　息	收回本金	未收回本金(1000000)
1	1	263797.48	100000.00	163797.48	836202.52
2	1	263797.48	83620.25	180177.23	656025.29
3	1	263797.48	65602.53	198194.95	457830.34
4	1	263797.48	45783.03	218014.45	239815.89
5	1	263797.48	23981.59	239815.89	0
合计		1318987.40	318987.40	1000000.00	

期首年金计算公式：

$$P=R+\frac{R}{1+r}+\frac{R}{(1+r)^2}+\cdots\cdots+\frac{R}{(1+r)^{n-1}}$$

$$P=R\cdot\left(1+\frac{1}{1+r}+\frac{1}{(1+r)^2}+\cdots\cdots+\frac{1}{(1+r)^{n-1}}\right)$$

$$P=R\cdot\left(\frac{1-\frac{1}{(1+r)^{n-1}}}{r}+1\right)$$

$$R=\frac{P\cdot r\cdot(1+r)^{n-1}}{(1+r)^{n-1}}$$

仍按前例，租金每年均等先付，求每期租金。

计算：

$$R=\frac{1000000\times10\%\times(1+10\%)^5-1}{(1+10\%)^5-1}=239815.89$$

每期租金为 239815.89 元

租金总额为 $239815.89\times5=1199079.45$ 元

现将期首年金先付计算每期租金支付情况列表：

表 3.3.3　租金平衡表

期数	还款间隔(年)	每期租金	利　息	收回本金	未收回本金(1000000)
1	1	239815.89	0	239815.89	760184.11
2	1	239815.89	76018.41	163797.48	596386.63
3	1	239815.89	59638.66	180177.23	416209.40
4	1	239815.89	41620.94	198194.95	218014.45
5	1	239815.89	21801.44	218014.45	0
合计		1199079.45	199079.45	1000000	

(2)附加率法。附加率法是指在租赁资产的概算成本上再附加一个特定的比率来计算租金的方法。其公式如下：

$$R=\frac{P\cdot(1+nr)}{n}+P\cdot i$$

i＝附加率(一般由融资租赁机构内部掌握不对外公开)

授前例条件，i＝1%

计算：

$$R = \frac{P \cdot (1+nr)}{n} + P \cdot i$$

$$= \frac{1000000 \times (1+5 \times 10\%)}{5} + 1000000 \times 1\%$$

$$= 310000$$

每期租金为 310000 元

租金总额为 310000×5=1550000 元

附加率法的特点是：

第一，每期租金平均支付；

第二，单利计息；

第三，利息总额和租金总额明显要高于年金法，这因为利息并不随着未收回本金的减少而递减。

以上是以租赁资产的概算成本为基础进行计算的，在实务中，还有若干费用和具体问题需要处理。

关于手续费的计算方法，国内银行融资租赁机构大多将手续费单独计算并在合同规定的时间内一次收回，一般是在租赁开始日一次收回。计算的基数是租赁设备的概算成本。

3. 保证金的收取

保证金收取一般有两种计算方法。假设 P=100 万元，n=5 年，租金每年支付一次，后付，共 5 次，r=10%，保证金为 10%，即 10 万元。

第一种计算方法：收取 10%保证金，按实际融资金额作为基数计算租金，则

P=100－10=90(万元)

R=237417.73(元)

租金总额=237417.73×5=1187088.66(元)

采用这一种方法计算，合同上的年利率和融资租赁机构实际收到的年利率是一致的，都是 10%，这是最优惠的计算方法。

第二种计算方法：收取 10%保证金，在最后一期的租金中扣除，P 仍以原概算成本作为基数，则

R=263797.48 元

租金总额=263797.48×5=1318987.40 元

采用这种方法计算，年利率表面上是 10%，而实际上约为 14.2%。这是因为承租人实际融通资金为概算成本与保证金的差额，都要按概算成本付利息，这样实际利率必然高于表面利率。

五、融资租赁项目的管理

融资租赁项目的管理是租赁实务的一个重要的环节。它关系到租赁项目能否顺利实施，能否确保预期经济效益的实现，也关系到企业经营管理的改善和租赁业务的发展。

融资租赁项目管理的内容一般包括四个方面：项目资料管理；项目监测记录；项目现场检查；项目总结评价。

1. 租赁项目的资料管理

进行融资项目资料管理的目的，主要是为了便于业务经办人员随时查阅，及时掌握企业经营管理的有关情况。

第一，资料管理的内容

资料管理的内容应包括：与融资租赁项目有关的一切资料。例如以融资租赁合同为主要内容的立项批件；租赁项目可行性报告；项目基本情况；项目设计任务书；项目概算；租赁设备来源；动力情况；原材料供应情况；产品工艺保证及产品销售；租赁申请书、委托书、租金担保函以及承租企业的生产、财务情况等。这些资料既是保证融资租赁项目能否顺利实施的条件，也是保障融资租赁合同有关各方当事人权利义务的法律依据。因此，管好用好项目资料，就成为融资租赁项目管理的一个重要方面。

第二，资料管理的要求

(1)建立分类目录卡。为了便于做好项目资料管理，银行融资租赁机构的业务人员应对所有租赁项目资料建立分类目录卡(格式见下表)，进行系统的整理。一般是根据项目的归属及所属门类进行划分。如从门类上划分，可按农、林、牧、副、渔业、工业、商业、贸易、交通运输等排列。按租赁项目的行业划分，可分为种植业、养殖业、机械行业、电子行业、化工行业、轻工、纺织、冶炼、食品、煤炭、造纸、服装、制革农副产品加工等顺序排列。

租赁项目资料登记卡

(　　)类　　行业________总第________号

合同号________

承租企业名称________________项目名称________

企业营业执照

企业近期资金平衡表

项目批准立项文件

项目可行性研究报告(项目概算、设备来源、原材料供应、产品工艺、销售渠道、交通运输、动力、环保、资金及财务状况等)

项目设计任务书

项目电力增容电力部门批件

环保部门项目环保审查合格文件

设备订货合同

租赁设备保险单
缴纳租金担保函

（2）建立项目资料登记表。在项目档案管理的基础上，银行融资租赁机构应建立项目资料登记表（格式见表3.3.4）。

表3.3.4　租赁项目资料登记表

单位：万元

类别	地区	行业	主管部门	承租企业名称	现有固定资产	自有流动资金	现有银行借款

项目性质	租赁期限	主产品年产量预计
总投资额	缴租次数	产值（预计）
其中：	宽缓期及缴租间隔	利润（预计）
自筹资金	租金总额	税金（预计）
主管部门拨款	其中：	创汇（预计）
其他单位投资	租赁物件总成本	
职工带资入厂	租赁费总额	
银行贷款	租赁费率	
租赁融资额	产权转让费率	
	手续费率	

表的内容可视业务需要具体确定，但必须包括以下内容：

①承租企业的基本情况。包括：企业名称、企业性质、主管部门名称、企业职工人数、固定资产及自有流动资金情况、企业开户银行及帐号等。

②租赁项目投资构成情况。项目投资的资金构成一般须包括国家投资、主管部门投资、其他部门投资、银行贷款、企业自筹资金（例如积累基金、发行股票、债券、职工集资）以及占总投资一定比例的租赁资金。

③租赁项目的预期效益。租赁项目的预期效益，反映在项目的可行性研究报告中，它包括：项目建设周期、计划投产日期、产品品种、产量、产值、收入、利润、税金、创汇等效益指标。

④租赁项目的业务条件。租赁项目的业务条件包括：融资金额、用款计划、租赁期限、租赁费率、手续费率、租赁物件产权转让费率、交纳租金宽缓期、间隔期、交纳租金来源等。

（3）建立项目资料分析表。项目资料分析表，是在资料登记簿的基础上对资料进行进一步的统计分析。资料分析表的栏目，可根据资料登记的内容，结合工作需要设制。可按项目门类、行业、地区等分类；也可按投资项目性质，例如新建、扩建、技改等分类，也可从期限、效益（产量、产值、利润、税金、创汇）等不同角度进行统计分析。

2. 租赁项目的监测记录

尽管在办理融资租赁项目时已经对所办项目进行过反复论证、评估和筛选，对所办项目也经过完整的程序和认真的考察。但在项目执行中，不免会出现这样那样的问题。有些是开始未预料到的，有些是发展过程中产生的，也有些是由于项目自身产生或一些政策条件因素变化而导致。这些情况和问题，都将影响预期效益的实现，因此，银行融资租赁机构随时地对租赁项目进行监测非常必要。它不仅直接关系到租赁租金能否按期收回，也直接关系到租赁项目本身效益能否圆满实现。

第一，项目监测的作用

为了确保租赁项目预期效益的实现，尽量避免

或减少风险，银行融资租赁机构在租赁项目实施后应定期，不定期地对租赁项目的进展情况进行监测，并作监测记录（见下表）。实践表明，通过项目监测可以及时发现企业偏离项目计划的各种不正常因素。这不仅是加强债权管理的要求，也是加强租赁项目管理的必要措施。

表 3.3.5　租赁项目监测记录

项目名称：				工程进度			
项目资金构成实际情况：							
租赁设备到货、安装、调试、运转情况：							
存放地点：							
原料供应：				产品销售：			
（一）效益情况（年）		产量	产值	销售收入	利润	税金	创汇
计划	时间						
实际							
实际							
实际							
（二）租金回收	次数	应交时间	实交时间	应交金额	实交金额	逾期情况	余额

第二，项目监测的内容

项目临测的内容主要是下列七点：

（1）项目投资资金的实际筹集情况；

（2）项目的工程进度与组织管理情况；

（3）项目设备到货、安装、调试、运转情况；

（4）项目的投产与管理情况；

（5）项目的原材料供应与产品销售情况；

（6）项目效益、产值、利润、税金实现情况；

（7）项目债务偿付情况。

通过以上内容，可以大致了解承租企业的基本情况。在此基础上应再确定监测指标，做监测记录；利用监测记录，以项目效益和租金的收入情况作为监测重点，对项目实施做出系统的动态记录，并随着项目的投产至产品销售全部过程，按季、按月、按阶段对租赁项目的效益和各项指标分别作出记录，将各项记录的数据与原计划对照比较；如果发现承租企业在某一环节上出问题，银行融资租赁机构应及时提出意见，敦促解决。

关于项目监测记录数据的资料来源，一方面靠企业定期、不定期地向出租人提供项目进度及生产、财务情况以及企业的经营动态；另一方面要靠银行融资租赁机构对承租企业的现场检查。

3．租赁项目的现场检查

对融资租赁项目进行现场检查是出租人加强对租赁项目管理，直接掌握项目实施情况，及时获得承租人经营管理信息的基本方法之一。银行融资租赁机构可以通过现场检查深入了解项目实施中的有关租赁设备安装、调试、运转及其利用的情况，以及承租企业效益情况，减少租赁资金风险，并保证租赁资金的安全。

银行融资租赁机构对租赁项目进行现场检查，是项目管理中的经常性工作，并非承租企业出了问题，有了风险才去检查。因此，对项目检查的内容除了上述与项目直接有关的具体情况外，还应包括与开拓租赁业务有关的经济、金融情况，也就是说既着眼于微观的经济效益，也应重视项目的宏观社会效益。

以经济效益实现状况为中心的现场检查，其内容大致有以下几点：

（1）租赁项目所在地的经济状况。例如项目所在乡、镇、地区的经济环境、原料、特产、工农业生产水平、贸易、交通、长短线产品情况、资金市场情况，以及所办项目是否能发挥当地优势，取得好的经济效益。

（2）承租企业的基本情况和生产财务状况。具体的内容要同原报表的项目资料对照，发现差异应分析原因。

（3）项目投产情况。例如承租企业设备安装、调试、运转的情况；产品的产、供、销、存情况；产品是否按原计划生产，产品的质量、产量，是否适销对路及其库存情况，企业的生产成本、销售成本以及其产值、利润、税金、创汇等。通过调查进行综合分析，并将原申请租赁时的计划数与实际数相比较，如果出入较大，应分析原因，并采取必要措施及时解决。

（4）承租企业财务及交纳租金情况。承租企业财务管理好坏，能否按期交纳租金，不仅与项目效益关系极大，而且直接关系到银行融资租赁机构的资金营运计划和经济效益，承租企业是否每次都按合同规定日期交纳租金，有无迟交、欠交情况，拖欠的原因，等等，在现场检查中应作为重点之一。

在检查中，应对承租企业的有关财务管理方面如开支标准、成本核算、财务处理、资金管理等有关情况进行检查，应注意其有无不合理的开支及占用，有无拖欠货款、企业资产负债情况，以至企业的盈亏情况，等等。进而判断承租企业是否高比例负债经营，是否资不抵债。

4．租赁项目的总结评价

融资租赁项目的总结评价是租赁项目实施后的总结阶段，通过总结评价总结项目从筛选到决策，到建设过程中的成败，以便为未来项目实施取得经验教训。

不断提高经济效益，完成或超额完成项目预期效益，是银行融资租赁机构办理租赁业务的基本目的，也是租赁双方共同的目标。银行融资租赁机构的业务人员在每一项目实施后，均应对租赁项目做出完整、恰当的总结评价，以检验其业务成果。

通过总结评价，可以系统地检阅、回顾项目的实施和租赁的全过程，考核分析项目的实施情况。

第一，评价的内容

项目总结评价的内容，指的是从项目立项、考察评估，审定，到项目成立以后整个融资租赁期间全过程。即在整个租赁期间发生的一切有关的情况和问题。就其总结评价内容而言，大致有下面七点：

（1）工程建设完成情况；

（2）设备运转情况；

（3）项目的目标实现情况；

（4）项目生产力发挥情况；

（5）项目经营情况；

（6）项目社会效益和企业效益情况；

（7）承租企业历次交纳租金情况。

通过对融资租赁项目内容进行总结评价，仅仅是总结评价工作的一部分。在此基础上，还要对融资租赁项目效益做科学的分析、考核。项目的总结考核是在整个租赁期间，在各年度考核基础上进行的，总的项目效益水平要以租赁期间实现年度平均效益计算，也只有年度平均效益才能反映出租赁项目连续的经营水平。

第二，项目总结评价的考核指标

（1）租赁期间项目投资年平均利润率：

$$\frac{(\text{第一年利润}+\text{第二年利润}+\cdots+\text{第 n 年利润})}{\text{n}\cdot\text{总投资额}}\times 100\%$$

（2）租赁期间项目产值年平均增长率：

$$\frac{(\text{第一年新增产值}+\text{第二年新增产值}+\cdots+\text{第 n 年新增产值})\div \text{n}}{\text{租赁前一年产值}}\times 100\%$$

（3）租赁期间项目投资平均创汇率：

$$\frac{(\text{第一年创汇}+\text{第二年创汇}+\cdots+\text{第 n 年创汇})\div \text{n}}{\text{总投资}}\times 100\%$$

注：此指标表示每百元人民币创汇美元能力。

上述效益考核指标是按项目的总投资计算的，总投资额包括自筹和其他投资，融资租赁设备只占投资的一部分，但不好单独计算租赁设备的投资效益。如果项目投资结构单一，采用全额租赁的，那么投资效益，也就是租赁效益。

按项目总投资计算，投资利润率与投资回收期两个考核指标互为反比例关系。投资利润率是每年所创利润额与总投资额之比，当累计利润总额与投资总额相等时，即表明投资在未考虑币值变动及时间因素下已全部收回。投资利润额越大，投资利润率越高，投资回收期越短，投资效益就越好。提高投资利润率，缩短投资回收期，是投资者对投资项目经济效益的最基本要求。

除了项目的经济效益应作为总结评价的工作重点外，还要评价承租企业遵守租赁合同信用的情况。承租企业遵守租赁合同信用，主要表现在整个租赁期间交纳租金的状况，承租企业能否每次都按期交付租金可说明其财务状况和资信的好坏。

考核承租企业遵守租赁合同信用情况，可以从交付租金逾期率指标进行评价

$$(1)\ \text{交付租金次数逾期率}=\frac{\text{累计逾期次数}}{\text{应交租金次数}}\times 100\%$$

(2) $\text{交付租金金额逾期率}=\dfrac{\text{累计逾期金额}}{\text{应交租金总额}}\times 100\%$

(3) $\text{交付租金累计积数逾期率}=\dfrac{\text{某次逾期天数}\times\text{逾期金额}+\text{某次逾期天数}\times\text{逾期金额}+\cdots}{\text{租金总额}\times\text{租期总天数}}\times 100\%$

上述三个考核指标各代表一定的含义。交付租金次数逾期率,表明承租单位在应交租金总次数中有几次是逾期的,逾期次数占总交租次数百分率。交租金额逾期率是承租人在租期内的几次累计未交租金占应交租总额的百分率。如果租期内每次逾期的金额都是该次应交的全部租金,则这两个逾期率是相同的。如果其中的一次或几次逾期只是当次的部分租金,则次数逾期率会大于金额逾期率。这两种逾期率只说明承租企业在交付次数和金额上的逾期的一般情况,而累计积数逾期率,是以逾期天数乘以金额的积数占总租金积数的百分率,更能表明由于承租企业逾期滞纳金对租赁企业在资金回流上带来的影响。总的说来,逾期率越大,说明承租企业的资信状况越差,租赁项目的经济效益也越差。

第四篇　信托投资

第 四 篇

第一章　信托概述

一、信托的概念

1. 信托概念

信托，是指委托人为了自己或第三者的利益，将自己的财产或有关事务委托给所信任的个人或组织代为管理、经营的经济行为。它是以资财为核心，信任为基础、委托为方式的财产管理制度。受托人代为管理的财产称为信托财产，与信托有关的经济活动称为信托行为，信托当事人的相互关系称为信托关系。

2. 信托的成立

信托行为或信托业务关系的成立，必须具备信托行为、信托关系人及信托标的物三个基本要素。

（1）信托行为。信托行为是指以信托为目的的法律行为，或是合法的设定信托行为。这种法律行为既可以契约、合同或协议的形式建立，也可以以遗嘱的形式建立。此外，也可由法院按有关法律强制性建立。

（2）信托标的物。信托标的物也称信托财产，是指信托人通过信托行为，转给受托人并由受托人按照一定的信托目的进行管理或处理的财产。包括经过管理或处理而取得的财产收益（如利息、红利等），作为信托财产，必须计算价值，并且能转让。

关于信托财产的范围，不同国家有不同的规定。如日本《信托法》对信托财产没有什么限制，只要有财产权的即可，从有形的金钱、债券、股票、土地、房屋到无形的专利权、著作权、矿业权、渔业权等都可以作为信托财产。

关于信托财产的性质，要求信托的财产必须具有可转让性和独立性。所谓独立性，是指信托财产必须具有一种独立于其它财产的性质，具体要求：①信托财产必须独立于受托人自己的固有财产，这是为了在法律上把信托财产与受托人的财产区别开来，实行分别管理，以便在受托人有重大过失或违背委托人意愿而使信托财产蒙受损失时，使受托人承担补偿的义务；同时也是为了防止受托人破产时，其债权人没收信托财产归为己有。②不同委托人的信托财产要严格区分开来，这是为了保障每个委托人的利益，以不致使个别委托人获得不当之利而使其它委托人蒙受损失。③委托人的信托财产要独立于其它财产，这是为了保障受益人对信托财产的享有不因委托人破产或发生债务而灭失。如美国法律规定，委托人对信托财产并不保留任何主权或受益权，信托关系不能随意撤销，因此信托财产不能因委托人的债务而被处理掉。同时，信托财产也不能因受益人的债务而被处理掉。

（3）信托关系人。信托业务关系的成立必须有三方面当事人，即委托人、受托人和受益人，此三方即构成信托关系人。信托关系的建立，要求信托关系人必须具备一定的条件，并具有一定的责任、权利和义务。

委托人是指提出委托要求的人，是财产的所有者。委托人必须拥有作为信托标的物的财产所有权或具有委托代办经济事务的合法权利。委托人对受托人授权，要求其按照他的意愿，对信托财产进行经营、管理和处理。信托关系建立后，委托人有权对受托人的信托行为进行监督并向其提出质询，甚至要求弥补损失。当信托结束，信托财产归属时，委托人有权得到信托财产。

受托人是指接受委托对财产进行管理或处理的人。受托人必须具有受托行为能力，即必须有执管产权，并能够经营、管理和处理信托财产的能力。没有行为能力的人，是不能充当受托人的。受托人既可以是自然人，也可以是法人。但受托人为法人时，必须拥有一定数量的资本金，并须经有关部门批准才能经营信托业务。受托人对委托人和受益人同时承担经营、管理或处理信托财产的义务。其基本义务主要有注意善管义务、赔偿损失义务和分别管理财产义务。注意善管义务要求受托人忠于职守，妥善经营、管理和处理信托财产，视其为自己的财产一样对待，使其获得最大收益或得到最安全的处理；赔偿损失义务要求受托人具有重大过失行为或违背委托人的意愿而使信托财产蒙受损失时，必须进行补偿；分别管理财产义务要求受托人必须将信托财产与自己的

固有财产严格区分开来，分别核算，以保障信托财产的完整无损和受益人的权益。受托人的权利主要表现在委托人根据信托契约具有合法地位对信托财产进行独立的经营、管理和处理的权利。此外，受托人还有收取报酬、获得收益和收取费用，要求补偿损失的权利。

受益人是享有信托财产所得利益的人。对受益人的规定没有什么限制，除依法为禁止财产权者外，其他人均可成为受益人。受益人首要的权利是信托受益权，即索取按信托合同规定的信托财产及其所生利益的权利。此外，受益人还有在一定条件下要求弥补损失或取消处理的权利等等。

3. 信托的结束

所谓信托的结束，即指信托行为的终止。信托终止的最主要原因是信托行为已达到信托目的或信托合同期满。关于信托的最长期限，一般认为永久性的或上千年的长期信托实际上是无效的。信托终止还可能由于某种规定原因，而不能达到预定的信托目的，或由于在信托法规定的范围内，委托人或受益人准许解除或要求法院解除信托。如日本《信托法》规定，自益信托的委托者在什么时候都有权解除信托；而他益信托，只有在受益人不取得信托财产就无法还清债务，或因发生不得已的事情时，法院可根据受益人或利害关系人的请求而令其解除信托。至于信托关系人中任何一方死亡或受托人宣告破产、准禁治产、禁治产时信托是否结束终了，视其信托成立时的具体规定而定。

4. 信托结束后信托财产的归属

一般情况下，若信托契约无特殊规定，信托财产在信托结束后，一般归属受益人，如无归属权利者即无特定的受益人，信托财产可归属委托人。

二、信托的经济关系

通过信托的成立而形成以信托财产为中心的委托人、受托人、受益人三者之间的相互关系，称信托的经济关系。信托关系人在信托关系中，有各自的权利和义务，并且相互之间存在着复杂的经济关系。

1. 委托者

(1)委托者的资格。委托者必须是法律上具有行为能力的人。没有行为能力的人，如未成年人或精神病人，不能成为委托人。委托人可以是法人，也可以是自然人。对公民和社团资格上的限制(要求其成为法人)，是为了保证信托的有效性和合法性。

委托者还必须是信托财产的所有者。委托者要有委托财产的所有权，他不能把不属于他自己的财产委托给他人进行经营管理。所有权是一种经济权利，是指主体对物资材料的占有、使用和处理的权利。所有权作为财产权，它具有独立性、绝对性、排它性和独占性、不可侵犯性和法定的限制性等。信托关系要求委托者要具有法律上的财产所有权。另外，两人以上的共有者和合有者也可将财产共同委托，根据日本民法规定，共有财产中每人持有多少，本人有权管理，因此每个共有者对共有财产中属于自己支配的那部分可以单独信托。

(2)委托者的权利。信托是受托者为受益者的利益而管理财产的制度。他益信托时，委托者等于将信托财产送给受益者；自益信托时，委托者对信托财产持有的权利是以受益者的角度来持有。当信托关系成立后，委托者将财产转移给受托者，由受托者根据订立的信托合同自主处理信托财产，委托者就失去了对信托财产的处理权。但由于委托者作为设定的信托者对整个信托有利害关系，因此允许委托者保留和享有如下权利：

①要求选任信托管理的权利；

②对信托财产加以强制执行提出异议的权利；

③要求改变信托管理方式的权利；

④当受托者管理不当或违反信托契约时，对受托者要求补偿信托财产损失以及复原的权利；

⑤要求阅读有关处理信托事务的文件材料及要求受托者就信托处理加以说明的权利；

⑥要求法院就信托事务的处理进行检查的权利；

⑦对受托者的辞任加以承诺的权利；

⑧要求解任信托者的权利；

⑨当信托结束而无信托行为规定的财产归属者时，取得信托财产的权利；

⑩当委托者享受全部信托利息时(自益信托)，解除信托关系的权利。

在自益信托时，如果受益权转让，委托者的权利也应该转到新的受益者手中，如取得受益证券者，在取得后，即继承该受益证券的信托合同委托者的权利。

以上权利，在委托者去逝后，其继承人也同样持有，但其没有对受托者的辞任予以承诺的权利。

2. 受益者

受益者享受的权利可以分为三种：即本钱受益、收益受益和全部受益。所谓本钱受益，是指享受相当于信托财产本身的收益；收益受益，是指享受信托财

产运用后的收益部分；而全部受益，是指既享受本钱受益，又享受收益受益，它体现于信托财产的自益信托之中。

(1)受益者的资格。受益者和委托者一样，其资格在法律上没有明确的规定，凡具备权利能力的人都可以担当。但是受益人不是合同当事人，因此，他无须具有行为能力的条件。任何一个人，无论他为自然人或法人，有无能力管理或控制信托财产，均可成为受益者。例如：未成年人或心神丧失的人，尚未出生的婴儿、非公司组合的社团、外国人甚至动物均可成为受益者。

由于受益者在信托行为中处于被动的地位，因此，当进行信托时，受益者不一定必须存在或特定。这里的尚未存在，是指享受信托收益的人在信托行为之先尚未存在。如：孩子还未出生时，父母为其未来享受的权益作准备，将其作为受益者，这里未出世的婴儿即为尚未存在的受益者。而非特定受益者，是指享受信托收益的人事先并没有特别指定。当受益尚未存在或在非特定的情况下，法律仍然承认设立信托。但是，在上述两种情况下，法律规定非特定和尚未存在的受益者的职权由信托管理人承担，凡是受益者特有的权利，信托代理人都可以持有。信托管理人是受益者的代理人，要为受益者享受公正、全部的权益而服务。设立信托管理人，并不限于受益者非特定和尚未存在，有时受益者是特定的(如刚出世的婴儿)也设有信托管理人，以代替受益者行使应有的权限。

(2)受益者的权利。受益者最主要的权利是受益权，或称信托受益权，即享受信托利益的权利。在经济上，受益权被视为与所有权同等的权利。有关信托财产的利益和损失全部归属于受益者。除了受益权外，凡是委托者持有的权利，受益者也同样持有。并且，受益者还单独享有以下权利：

①受托者违反信托宗旨处理信托财产时，受益者有权取消这种处理。如委托者委托受托者管理房地产，但受托者接受房地产后，违反信托目的，把房屋卖给了甲，受益者这时就有权取消买卖合同，把信托财产复原。但如果甲又把房地产转卖给乙，受益者也有权取消甲乙的买卖合同。但是，受益者取消权的行使是有条件的。这个条件就是受托者的行为是否违反了信托条款。因此，在订立信托条款时，应对信托财产管理或处理的方法作详细的说明。

②在受托者更迭时，受益者有权会同有关信托关系人办理信托事务的交接手续。

③向法院要求解除信托的权利。在他益信托时，当受益者享受全部信托利益的情况下，非以信托财产不能偿还其全部债务，或者有其它迫不得已的事由时，受益者可以申请解除信托，在自益信托时，受益者可随时解除合同。

④在信托结束时，承认最终决算的权利。信托结束时，受托者办理信托事务的最后决算，应经受益者的承认，受托者的责任才算完成。

(3)受益者的义务和时效。受托者在处理信托事务中由于不是自己的过失而蒙受损失，受益者有义务接受受托者提出的费用或补偿损失的要求。如果受益者放弃受益权利，就可以不履行这一义务。

受益权就是财产权，受益权可以买卖，赠送和典当(充当抵押品)，受益者去逝后，受益权还可以继承。受益权的时效，就是受益权的有效使用期限。假如权利在一定时期内不行使，就要失去效力，即消灭时效。关于受益权的消灭时效，理论界有不同的看法。有的认为，当权利本身是所有权时，就不适用于时效的范畴；而多数人认为受益权不是所有权，也不是物权和债权，而是一种特殊的权利，因此，受益权的消灭时效是20年。

3. 受托者

(1)受托者的资格。受托者的资格比起委托者和受益者的资格要严格得多，与代理人相比也是如此。没有行为能力的人也可以担当代理人，但是，信托关系中没有行为能力的人就不可以担当受托者。

另外，未成年人、禁治产者、准禁治产者及破产者不能成为受托者，这是因为受托者具有较大权限的缘故。

根据不同情况，受托者可以划分为以下几种：

①个人受托和共同受托。个人受托，是指一个人担当受托者；共同受托，是指由一个以上的人担当受托者。在共同受托的情况下，信托财产属“合有”的形式，每个单独的受托者对信托财产没有分块持有权。共同信托时，受托者中有一个辞任时，信托财产由其它受托者合有。共同信托情况下，信托事务由受托者共同处理，只要委托者向其中一人表示的宗旨，对其它受托者也同样产生效力；同时，因信托行为对受益者所负的债务应为连带债务，因处理信托事务所负的债务也应为连带债务。例如：共同受托者甲、乙、丙、丁对受益者负有100万元的债务，受益者向其中一人要求收回100万元的债务，如果向丙索取，丙不能要求受益者向其他受托者分摊索取。丙偿还了100万元以后，受益者和受托者之间就解除了债权、

债务关系。

②私人受托者和法人受托者。法人受托者，是指由具有法人地位的专门从事信托业务的机构来担当受托者。如信托公司、银行的信托部都属法人信托的范畴。私人受托者，是指由不具备法人地位的个人担当受托者。现代的信托关系中，法人受托占大多数，个人受托仅出现于民事信托和信托事业发展的初期。

③遗嘱受托者或契约受托者。遗嘱受托者，是指一个人生前在遗嘱中认定的受托者，即遗嘱专托人。契约信托者，是生前信托、保险信托或财产所有人在世时所订立的契约的受托人。在法律上二者具有同样的权利和义务。

④官设受托者和官选受托者。官设受托者，早期出现于英国，主要为参加战争的英国军人办理遗嘱信托，现在已经发展成为由政府举办的信托机构，并成为承受信托的受托者。官选受托者，是法院指定或选定的受托者。官选受托者多发生在处理财产纠纷、公司倒闭、无主遗产的管理等经济事物中，早期的官选受托者多为法院中的法官，近代则多由专业信托机构充当。

(2)受托者的地位。受托者是委托者信任的人，其地位他人不能代替，因此也不能继承。要是受托者不在或去世了，并不意味着信托结束。为了继承信托，必须选任新的受托者。当受托者辞任或因丧失特定资格而任务结束时，在新的受托者能够处理信托事物之前，原受托者仍负有受托者的权利和义务。

(3)受托者的权利。受托者的权利，主要表现在受托人根据信托契约具有合法地位对信托财产进行独立的经营、管理和处理的权利，此外受托者还有收取报酬、获得收益和要求补偿损失的权利。受托者的权限一部分是有关法规、条例中明确规定的各项权限，这是受托者固有的权限；另一部分是根据各种不同业务的要求在信托契约中给予明确的权限，这是受托者附加的权限。

(4)受托者的义务。受托者最基本的义务是按信托行为的规定进行信托财产的管理或处理，如果委托者把财产仅在名义上过户给受托者，受托者只承受财产，对财产的管理和处理仍由委托者进行，这样的信托行为是不允许的，但受托者从委托者手里承受信托财产后，要很好地加以运用和管理，承担起受托者应尽的义务。

①注意妥善管理信托财产。受托者必须按照信托的宗旨，以善良管理者的身份慎重处理信托财产。信托是为别人管理、处理财产，如果信托财产发生亏损，则有害于受益者。由于受托者管理不当或违反信托合同而致使信托财产发生损失，损害了受益者的利益时，受托者要负责赔偿。因此，受托者对信托财产要进行精心管理，防止出现亏损，并力争最大限度地发挥信托财产的效益。

②忠实地履行受托者的义务。作为受托者，它既有自己的固有财产，又有承受的信托财产，它既有个人的立场，又有信托的立场。信托的目的是为受益者服务，因此要求把固有财产与信托财产严格区分开来，它们之间不准买卖。同时，要求受托人除了领取信托业务的正当报酬外，不准直接或间接取得信托财产的收益。受托人绝不能利用受托人的地位谋取私利，而要忠实地为受益人的利益提供各种优质服务。

③严格遵循委托人的意旨。受托人在办理信托业务过程中，应严格遵循信托契约中的条款，按照信托人的意旨管理，运用和处理财产。受托者无权擅自更换或变通条款内容，也不许擅自中断条款的执行。委托者的意旨可能体现于信托契约中的特定要求和条款，还可能由于信托机构订有各类业务的详细条文，委托者根据某一具体的业务内容办理信托，委托者的宗旨已体现在信托业务的具体内容之中。

④自己执行。信托关系的基础是委托者对受托者的信任。受托者管理处理信托财产时，一定要自己去执行，以满足委托者的要求。如果受托者将信托财产交给他人代为处理，便违背了委托者对他的信任。只有在信托行为另有规定或限于迫不得已的情况下，才能让他人代替自己处理信托事物。

⑤负责赔偿。因受托者管理不善或违反信托目的处理信托财产而造成的损失，受托者要负责赔偿。这种赔偿包括按信托财产价值赔偿和信托财产复原两种方式，具体采用哪一种方式，视具体情况而定。如果是在分别管理的情况下造成了损失，又不能证明损失是在所难免的，便不能逃避赔偿责任。

三、信托的性质

1. 信托与其他类似制度的区别

第一，信托与债的区别

在信托关系中的受益人与在债的关系中的债权人，在权利要求上处于一种类似的地位。信托受益人对信托财产享有收益权，而债权人对债务人则享有请求权。受益人享有信托财产收益权是特定的，而债权人对债务人的特定财产并无财产上的利益。在信

托关系中的受益人与受托人之间存在一种信任关系，而在债的关系中，债权人与债务人之间不一定存在信任关系。信托与债的区别还具体表现在：

（1）关于破产时权利的区别。某债权人与债务人如存在法律上的债的关系，当某债务人宣告破产时，则此债权人只能与此债务人的其他债权人平等分配破产后的财产，该债权人没有优先于其他债权人受清偿的权利。若某债权人与债务人存在的是法律上的信托关系，即债权人是受益人的地位，债务人是受托人的地位，则此债权人（受益人）在债务人（受托人）宣告破产时，则能优先于其他债权人取得债偿的权利。

（2）关于利益承受的区别。在债的关系中，债务人举债将资金用于投资而获益，此收益当然归债务人所得，债权人不得要求享有，只有要求债务人偿还原借资金的权利。在信托关系中，受托人处于债务人的地位，受益人处于债权人地位，受托人用收取的信托资金用于投资而获益，受托人（债务人）不能享有此收益，收益应归于受益人（债权人）。

（3）关于风险承担的区别。在债的关系中，债务人对债权人对特定的借款负责，如所借财产发生遗失或损失，其对债权人应负的责任并不因此减轻。但在信托关系中，如严格按信托文件规定，发生信托财产的损毁、灭失或资金受损，均应由受益人（债权人）承担，受托人（债务人）不承担损失责任。当由于受托人（债务人）本身造成的过失而使财产受损，则应负责填补。

第二，信托与代理的区别

信托与代理都是以其当事人之间的信任为基础，信托行为与代理行为都具有法律意义。信托与代理为他人管理财产，经办某种经济事务方面，发挥着十分类似的职能作用，法律对代理人所规定的应尽义务，与为受托人所规定的义务也大体相同。但信托与代理在性质上仍有以下各种差别：

（1）关于权利归属的区别。权利的归属是指作为标的物之财产所有权的归属。在信托关系中，受托人对信托财产为受益人的利益享有法律上的所有权。在代理关系中，委托人并不转移财产所有权于代理人，故代理人通常并不取得代理之财产的所有权。

（2）关于受益人的区别。在信托关系中，信托受益人可以是委托人本人，也可以是第三者为受益人。但在代理关系中，代理行为只涉及被代理人和代理人双方当事人，代理行为的受益者，通常都是被代理人本人，很少涉及第三者为代理人的受益人的。

（3）关于权限大小的区别。在代理关系中，代理的权限只限于被代理人特别授予的为限。由于转移代理财产的产权给代理人，代理人的代理行为就只限于对财产在管理处分的手续上的代理，其权限较小。在信托关系中，受托人承转信托财产的产权，有权依据成立信托关系的特定目的，全权管理和处理信托财产。除由于委托人或法律上另有限制的以外，委托人具有执行信托义务所必须或所适宜的一切权限，其权限就较代理为大。

（4）关于对行为的监督。在信托关系中，受托人一般不受受益人或委托人的监督，可全权处理按信托目的要求的信托事务。在代理关系中，代理人须受被代理人的监督。因为代理人在代理权限内，以被代理人的名义实施民事法律行为。它与信托中受托人以自己的名义实施民事法律行为不同，应受被代理人的监督与控制，保证代理事务的顺利完成。如果代理人不受监督，用自己的名义完成委托工作，则不是代理性质，而是信托性质。

（5）应负责任轻重的不同。在代理关系中，代理人以被代理人的名义与第三人签订某项契约（即代签合同），契约的是否履行，代理人不承担责任，应由被代理人单独负责。但在信托关系中，受托人接受委托事项，是以信托人自己的名义与第三人签订某项契约（如签订代投资合同），契约的是否履行，受托人应对委托人负其责任。即是说，代理人可由其行为使被代理人对第三人负责，而受托人不能因其行为使委托人或受益人负责，在行为过程中，代理人应负的责任较轻，而受托人应负的责任则较重。

（6）关于当事人之间的关系存续问题。信托关系既经建立，原则上除委托人曾明确表示保留撤销权外，委托人是不能随意将信托废弃或撤回的。委托人或受托人的死亡，对信托的存续也没有影响，原受托人死亡，可由新受托人继承。但在代理关系中，则情况不同。

代理关系的存续可由被代理人或代理人一方的死亡而消失。因为代理通常是人的关系占重要因素，其成立有赖于双方当事人的意思表示和其人的继续存在。特别是代理人具有未属性，不能由其他人随意取代。因此，被代理人可随意取消代理。这与信托存续很不相同。

第三，信托与监护的区别

信托与监护同属一种信托关系，受托人与监护人都具有控制管理他人财产的职能，信托方式可以应用于对未成年人、禁治产人的监护，这是一种“个

人身后信托”，这是单指不办理信托的监护本身与信托两者的比较，虽然监护人与受监护人有类似受托人与受益人之处，但信托的性质仍与监护有别：

（1）受监护人类似信托收益人，但这种受益人是指无行为能力或行为能力有欠缺或限制行为能力的，而信托受益人就不作这种限制。

（2）监护人类似信托受托人，但对监护人又有特别的要求。监护人不只管理受监护人的财产，还要对受监护人的身心健康负有养育和治疗等责任。而信托受托人的职责，仅是对受益人的财产收益负责。

（3）监护人是一种代理人，对受监护人的财产有很大的管理和处分权，但没有法律上的所有权。而信托中的受托人是他人财产名义上的所有人和经理人，对信托财产享有法律上的所有权。

（4）监护人通常由法院裁决指定或由受监护人的生身父母用遗嘱方式指定，而信托受托人通常由委托人本人意思指定。

2．关于信托的不同经济意义

关于信托的不同经济意义的考察，在于探索信托性质的差异。信托的经济意义与信托目的紧密相联，没有目的的信托是不存在的。信托目的有以财产转移需要的，有以财产保管不致丧失的，有以某种业务的代办的等等。不同的信托目的，经济意义也不同。

通常所谓信托现象，其中有的并不是真正的信托，它们不过是单纯的代理或经纪人行为。或者说是一种似是而非的信托。我们所说的严格的信托必须要充分反映信托的特征，要有法律上和形式上的效力，必须是信托基础即信托财产法律上的所有权绝对的归属于受托人。

还有人把信托分成贸易信托和金融信托，还不如把信托分成广义的信托和狭义的信托。所谓贸易信托其实质不是信托，而是一种代理行为、经纪人行为。因为贸易信托是接受他人委托代销代购商品，作为信托标的物的信托财产（商品）所有权仍握在原所有人手中。贸易信托中的“信托行为”，受我国民法通则中有关代理条款的保障和约束，它适用的是民法，不是信托法。所以贸易信托行为不应归在严肃的信托定义范围之内。通常所说的金融信托或银行信托就是严格意义的信托。当然由于信托机构经营的业务有相当数量属于代理性质，所以讨论信托，不能置代理于不顾，把代理称为广义的信托是比较切合实际的。

3．信托的信用特点

信托是凭借信用，受他人委托代为经营财物，为指定人谋取利益的经济行为，它与银行信用、商业信用一样，是一种独立的信用形式。这种信用关系是较长期的资金融通，而不是短期的资金周转。因为短期资金周转没有必要委托信托机构经营管理，信托总是与投资联系在一起的，所以，信托是长期资金的信用形式。

信托与一般银行信用比较，有其自身的特点：首先，财产支配权的转移性。信托合同一旦签订，财产支配权（使用权）即转移到委托人手里（代理事项一般不必转移使用权）。被委托的财产如果是债权，则受托人在信托合同期之内成为新债权人，行使委托人转移给他的债权。这种财产使用权、支配权的转移性，在促进受托人全部承担起管理资产责任方面有其必要性，同时，也能保证信托及时，灵活和高效。当然，这种使用权的转移受到信托目的制约，只能在合同和法律规定的范围内运用。其次，资产核算的他主性。信托是为了他人利益而不是为了自己的利益去处理信托财产的。受托者并不直接占有信托财产所产生的收益，由管理、处理受托资财而产生的损失最终也是由受益者承担。信托机构只按合同收取信托佣金报酬。这是信托的特殊原则，与银行业务的收益在法律上、经济上都归属银行的做法不同。再次，收益分配的实绩性。信托根据资财运用的实际盈利水平进行分配，因而委托者付给受托者的盈利一般不固定，而是根据受托者实绩“水涨船高”。因不可抗拒客观原因引起信托资财亏损时，受托者没有义务一定要付给委托者收益。如果受托者完全按照委托者意志办事（即按契约办事），其结果又没有任何实绩，其后果一般也是委托者本人负责，受托者仍要取得佣金收入。有些国家甚至规定，若按契约办事，其结果信托资产本钱也受损失，此时受托者在交还本钱时也要作扣除。但有的国家例外，如日本信托法规定，在金钱信托中，有本钱亏损时（不论原因），受托者要拿出自己的财产进行赔偿，以促使受托者忠实履行义务，保护委托者的利益。第四，受托为主，多面服务的特点。信托是金融业务的一个组成部分，但又不局限于此，信托行为包含委托、受托和受益三方面的活动，其中受托者的经营活动是其主要方面，它贯穿在执行信托契约的全过程。受托者经营的优良程度，关系到委托人信托目的能否圆满实现和受益人能否充分获利，这是信托特征的一个方面。另一方面，从信托的最主要职能，——财产事务管理职能看，受托者不能以自己本身的财产来经营，而必须随

他人委托的财产营运,这就是说,信托业务体现着受托经营的性质,它要受委托人指定的特定目的或要求制约。信托业务服务社会是多方面的。从我国现行的信托业务范围看,有信托投资,信托贷款、融资性租赁、各类代理业务、债务担保和见证,经济咨询和证券发行等,可见信托机构的业务很广泛。在国外信托业务更涉及到经济生活各个方面。

四、信托的职能

信托是商品经济发展的产物,现代形式的信托是从属于商品货币经济这一经济范畴的。在我国社会主义市场经济条件下,信托的职能主要有:

1. 财务管理职能

财务管理职能又称为财产事务管理职能,这个职能,在我国称为"为社会理财职能"。这是信托的基本职能,是指信托机构受委托人委托。为之经营管理或处理信托财产的职能。简言之,就是"受人之托,为人管业,代人理财。"信托机构通过开办灵活多样的信托业务,为委托人提供有效的服务,广泛地发挥着为财产所有者管理、运用、处理、经营财产的作用。

信托最初是以吸取"尤斯制"代人管理产业(土地)的经验开始的,可以说信托起源于财务管理。英国的信托业主要是行使财产管理的职能,英国的信托业务也大部分集中在财务管理上,我国现行的资金信托和财产信托等业务,都是属于财务管理职能的运用。如我国的信托机构接受企业主管部门的委托向其基层单位发放委托贷款,支持其基层单位的建设。在这里,作为受托人的信托机构,不仅要按照委托单位的要求审查借款企业的财务,经营状况,预测企业的还款能力、担保人的信誉并按委托协议条款发放贷款,还必须监督借款单位的资金使用情况,促其改善经营,及时、足额地偿还贷款本息。由此可见,在委托贷款这项信托业务的"借"、"贷"、"还"这三个环节上,都体现着"理财"的财务管理职能。

要理解信托的财务管理职能,还必须明确以下几个方面的内容。

(1)进一步明确财务管理的概念。"财务管理"这个词是从日本引进的,由于中日语言上的差异,容易产生概念理解上的歧义。我国的财务管理,一般指对企业经营活动中资金运动过程的管理与监督。而作为信托的重要职能之一的财务管理,指的是广义上对一切财产的处理,不仅指资金方面的管理与处理,还指财产的管理与处理;不仅指企业财产,还包括对个人、主管部门、地方政府、各种社会团体、科研机构的各种有形和无形的财产的管理。因此,从这个角度讲,把信托的"财务管理职能"称作"为社会理财"似乎更明确些。

(2)要深刻领会信托中的理财的社会性。这种社会性不仅表现在委托人的社会性(它包括社会各阶层、各种组织)、受托人的社会性(通常由社会经济组织来承担)和受益人的社会性(在一些不特别指定受益者的业务中,受益面是十分广泛的),而且表现在财产运用的社会性,即信托业务中的财务管理使财产的所有权与经营权、使用权进一步分离,广泛用于社会。

(3)财务管理职能与各种金融业务有着千丝万缕的联系。财务管理职能本身体现在各种金融业务之中。换言之,就是一切信托业务都体现着财务管理职能,都是为财产所有者提供有效服务的。它是因为信托业务服务对象、服务内容和服务方式的广泛性,才使它赢得"金融百货公司"的美称。

信托的财务管理职能还具有如下特点:

第一,受托人受信托契约制约,只能按照委托人的意图运用信托财产,不能按自己的需要运用信托财产。

第二,信托机构的信托业务具有很强的目的性。信托机构作为受托人经营管理信托财产,仅是受托作服务性经营,并直接以收益人的利益作为自己服务的最终目的。

第三,信托机构的责任相对于银行经营信贷业务风险责任要小。只有当由于受托人的重大过失而造成损失,受托人要赔偿损失;受托人按委托人要求经营管理信托财产而发生损失时,受托人不负责赔偿。

2. 资金融通的职能

所谓资金融通职能,即指信托作为一项金融业务,具有筹措资金和融通资金的职能。在货币信用经济下,个人的财产必然有一部分会以货币资金的形态表现出来。因此,对这些信托财产的管理和运用就必然伴随着货币资金的融通。这一职能作用的大小,视各国对信托业务的认识和利用程度高低而定。例如,日本把信托机构视作融通长期资金的机构,因而在整个日本信托业中金钱信托占90%以上。

在我国,信托的这个职能主要反映在长期资金的营运中,它筹集长期稳定的资金,用于生产和建设,同时也表现在通过吸引外资,引进国外的先进设备和技术。我国仍处在社会主义初级阶段,资金短缺、投资不足的状况将长期存在,因此信托业在经济

建设中将大有可为。信托利用其融资方式的多样性，既能直接融资又能间接融资；既能融资，又能融物；既能融通国内资金，又能融通国际资金的特点，为国内生产建设筹集长期稳定的资金。

第一，融通资金的职能

(1)直接表现为货币资金的融通。当信托机构将货币资金用于投资、贷款或发行、买卖股票、有价证券时，信托发挥了融资的职能。

(2)表现为“物”的融通与货币资金融通相结合。这项职能在融资性租赁业务上体现得最为明显。通过物资的出租，伴随着融通物资，解决了承租者购买设备资金不足的困难，实现了资金的融通。

(3)表现为通过受益权的转让而实现的货币资金的融通。例如，随着受益权通过受益证券的易主而转手，货币资金也得到了融通，实现了融通资金的职能。

第二，融通资金职能与信贷的区别

(1)信用关系不同。信托是委托与受托的关系，在一定条件下使用权与所有权同时转移。而银行信贷则是授信与受信的关系，是货币资金使用权的让渡，体现的是银行与借款人或存款人发生的双边债权债务关系。

(2)融资方式不同。信托的融资方式可以是直接的，如发行股票、有价证券；也可以是间接的，如信托存贷款。而银行信贷一般采取吸收存款发放贷款的间接融资方式。

(3)融资对象不同。信托的融资对象可以是货币资金，也可以是物资，或者是融资融物相结合。而银行信贷则采取单纯的货币资金的融通方式，融通对象仅为货币资金。

(4)表现出的信用方式不同。信托的融资不仅仅限于银行信用，可以将银行信用与商业信用结合起来(如现行的财产信托)。银行信贷融资则纯属银行信用。

3. 沟通和协调经济关系的职能

在社会主义市场经济条件下，生产和流通各个环节有着错综复杂的经济联系。这些联系中有个人与企业的联系，企业间的联系，还有个人、企业与国家的联系；有垂直的联系，也有横向的联系；有本地与外地的联系，还有国内与国际的联系等等。信托的职能之一便是协调和处理这些复杂的联系，提供信任、信息与咨询的职能。信托关系中的受托人，作为委托人与受益人的中介，是天然的横向经济联系的桥梁和纽带。通过金融业务的办理，特别是通过代理和咨询业务(诸如：代理发行有价证券、代理收付款项、代理保管资财、信用签证、经济咨询、资信调查等)，以代理人、见证人、担保人、介绍人、咨询人、监督人等身份为经营各方建立相互信任关系，为经营者提供了可靠的经济信息，为委托者的资财寻找投资场所等。同时，通过国际信托业务，推进了跨国的经济技术合作，信托在金融领域中，可以起到协调经济关系从而促进经济发展的作用。信托的这一独特的职能，是其它金融业务所不可替代的。

4. 社会投资职能

信托的投资职能是指信托机构运用信托业务手段参与社会投资行为所产生的职能。信托机构开办投资业务是世界上大部分国家的普遍做法，我国自恢复信托机构以来，就开办了投资业务，投资业务已成为信托机构的主要业务之一。因而，一般而言，信托具有投资职能。

信托的投资职能，主要通过以下两项业务手段表现出来的：

第一，有价证券投资业务

在当今世界经济舞台上，股份公司扮演着重要的角色，证券投资成为基本的投资方式之一，因而西方信托机构的大部分业务是从事各种有价证券的管理和应用。目前，我国证券投资方兴未艾，在这种情况下，中国人民银行规定证券业务将逐步成为我国信托机构的主要业务之一。

第二，信托投资业务

有一些信托机构称为“金融信托投资公司”，其原因就是这些信托机构经营了大量的信托投资。信托投资是指信托机构对参加经济联合的企业单位，根据需要给予投资性的贷款，企业用投产后所得的利润收入分批偿还贷款，其利率略高于信托贷款。具体而言，信托投资业务有三种不同的作法：

(1)指定信托投资(或称特定信托投资)：信托机构需按委托人指定的投资对象、期限、方式等有关要求办理投资事宜。

(2)代理信托投资(或称特种信托投资)：信托机构按委托人的要求，在市场分析及经济预测的基础上，提出安全可行的投资对象，经委托人选择、同意后，代为经营。

(3)一般信托投资(或称普通信托投资)：指委托人仅指定投资范围，而不具体指定投资对象，由信托机构全权代理。

5. 经济咨询的职能

即信托机构为客户提供各种经济咨询服务，包

括财务咨询、价格咨询、资信咨询、商情咨询、金融咨询以及客户需要的其它咨询。

综上所述，信托的各种职能中，财务管理职能是其最基本的职能，资金融通职能与协调经济关系职能也是信托职能的重要组成部分。此外，信托还具备投资职能和经济咨询职能。这些职能是否能够起作用和发挥作用的程度，依各国政治、经济制度、社会习俗等因素而定，特别是一国市场经济发展的程度和金融深化的程度对信托职能的发挥起着决定性作用。如美国信托资金主要是以股票、债券等形式向企业投资，1980 年美国全国信托资产中股票占近一半，说明美国信托具有较强的投资职能。我国自 1980 年恢复信托业务以来，各项信托业务飞速发展，特别是信托投资业务更是一枝独秀，成为我国信托机构的一项重要业务，以至我国的大多数信托机构都命名为“信托投资公司”，由此可见，我国的信托也具有较强的投资职能。总之，在信托的职能中，财务管理职能是基本职能，其它的职能都是由此派生、演变而来的。

五、信托的分类

通常对各种不同情况成立的信托，根据其各自的特点进行必要的分类，是对每一种信托在分析比较和管理使用上的需要。总体上讲，有以信托事项内容分类的，以信托关系分类的和以信托业务分类的。

1. 信托分类的标准

信托分类的标准，是信托分类的依据。依据不同，信托可以分为以下几个大的分类。

第一，信托事项内容为依据的分类

以信托事项内容的不同，作为划分信托的分类方法，主要有以下几种

以确定信托关系成立为标准作依据的有：

(1)任意信托(又称自由信托、明示信托)；

(2)法定信托(又称确定信托、指定信托)；

(3)鉴定信托(又称结果信托)；

(4)强制信托(又称拟制信托)；

以达到一定的信托目的为标准作依据的有：

(1)担保信托(不同于保证信托)；

(2)管理信托(或称财产管理信托)；

(3)处分信托(又称使用和处分信托、财产处理信托)；

以信托事项的法律立场为标准作依据的有：

(1)民事信托；

(2)商事信托；

(3)民事商事通用信托；

以信托标的物(信托财产)为主体之标准作依据的有：

(1)金钱信托；

(2)动产信托；

(3)不动产信托(又称房地产信托)；

(4)金钱债权信托(又称催还信托)；

以受托人的义务为标准作依据的有：

(1)自动信托(又称主动信托、积极信托)；

(2)被动信托(又称受动信托、消极信托)；

以受托人是否收取报酬而以盈利为目的作标准为依据的有：

(1)营业信托；

(2)非营业信托(或称服务信托)；

以设立信托时涉及地区范围为标准作依据的有：

(1)国内信托；

(2)国际信托；

第二，信托关系为依据的分类

以信托关系当事人的地位不同，信托关系的时效不同，作为划分信托的分类方法，主要有下列几种：

以受益人为标准作依据的有：

(1)公益信托；

(2)私益信托；

(3)他益信托；

(4)自私信托；

以信托关系中委托人，其具有双重身份的作标准为依据的有：

(1)委托人自为受益人的信托(又称自益信托)；

(2)委托人自为委托人的信托(又称宣言信托、宣示信托等)。

以委托人在民事法律上权利与义务为标准作依据的有：

(1)个人信托(又称自然人信托)；

(2)法人信托(又称法人团体信托)；

(3)个人与法人通用信托；

以信托关系成立后，能否撤销为标准作依据的有：

(1)信托关系能随时撤销的信托；

(2)信托关系不能随时撤销的信托；

第三，信托业务为依据的分类

以信托业务的经营管理方便起见，凡经营信托业务的机构或单位，以受托人的地位为主体，把其经

营的信托业务依管理的需要和方便为标准，通常进行下列分类：

个人信托业务：

（1）生前信托。

①个人特约信托；

②个人投资信托。

（2）身后信托：

①执行遗嘱信托；

②管理遗产信托；

③未成年人监护信托；

④禁治产人监护信托；

⑤个人人寿保险信托。

法人信托业务（又称社团信托业务）：

（1）资金信托。

①公私单位信托存款；

②公私单位信托贷款；

③公益基金信托存款；

④委托贷款；

（2）发行附担保公司债（企业债）信托。

（3）财产信托。

①一般财产信托（又称融资性财产信托）；

②特约财产信托（又称服务性财产信托）；

（4）耐用消费品信托。

（5）表决权信托。

（6）企业改组时股票、债券的集中保管。

（7）办理企业创设、改组、合并、解散和清算信托。

（8）商业人寿保险信托。

（9）商务管理信托。

个人与法人通用信托业务：

（1）投资信托（又称证券投资信托、特定金钱信托）。

①信托投资（又称普通信托投资）；

②委托投资（又称指定信托投资）；

③单位投资信托（又称单位信托）；

（2）不动产信托。

（3）管理公私破产财团信托。

（4）为满足债权人债权的信托。

（5）麻州信托（又称商业信托）。

（6）社会公益信托。

个人和法人通用代理业务：

代理业务虽与纯粹的信托业务不同，但从广义上讲，它们具有信托的某些特征。同时，代理业务也是现代信托机构的重要业务，不容忽视，所以也列入此分类标准之中。

（1）信托担保业务（或称信用签证业务，保证信托）。

（2）代理有价证券业务。

（3）代理不动产事项。

（4）代理收付款事项。

（5）代理保险业务。

（6）代理保管业务。

（7）代理仓储运输业务。

（8）代办指导工程、测量和设计业务（又称监督工程信托业务）。

（9）代理会计事务。

（10）代办资信调查。

我国现行信托机构的业务分类：

我国现行信托机构的业务分类，是以 1986 年 1 月 7 日国务院发布的《银行管理暂行条例》为依据的。主要有以下几类：

（1）资金信托（委托业务）。

①财政部门委托投资或贷款信托；

②企业主管部门委托投资或贷款信托；

③科研、学会基金信托；

④劳保基金信托。

（2）代理业务。

①代理资财保管与处理；

②代理收付款项；

③代理债务担保和见证业务；

④代理证券发行业务；

（3）融资性租赁业务；

（4）经济咨询业务。

以上通常被称为“八字方针”（委托、代理、租赁、咨询）业务。

2. 任意信托、法定信托、鉴定信托和强制信托

任意信托是指信托当事人（委托人、受托人、受益人）的意思要成立信托关系，明白订立在有关信托文件（契约或遗嘱）之中，即这种信托的成立完全以各方当事人的自由意思为依据，不受外力干预。故又称“自由信托”；又因其意思表示订立在文件上，亦称为“明白信托”。当然，必须是受托人同意受托，受益人乐于受益。任意信托是法定信托的对称。

法定信托，是依法律的规定来推测当事人的意思所发生的一种信托。即由司法机关确定其法律上信托的效力。这种法定信托是英美法律上的一种特有现象。

鉴定信托，司法机关不问当事人是否存在要成

立真正的信托关系的原意，只从现实情况来确定当事人之间的信托关系效力。鉴定信托的当事人，一般都是以习惯办事的，原来没有要成立信托关系的意思。鉴定信托与法定信托的不同点是法定信托必须确定当事人的原来意思表示才能断定其信托关系效力，而鉴定信托无须推测当事人的原来意思表示，只要根据实际情况是否符合成立信托关系的条件，即可断定其信托关系的法律效力。

强制信托是一种强制的法定信托。司法机关以公正公平的法律观念，用法律上强制的解释权，不问当事人意思表示如何，强制断定有关当事人之间的关系是一种信托行为关系。这是为了制止某些人用诈欺、错误或不法行为等攫取他人的财产。如果出现上述情况，司法机关就强制断定攫取者只是法律上的受托人，而不承认其是产权的绝对所有者。

3．担保信托、管理信托和处分信托

这里所指的担保信托，并非是受托人接受委托为单位或个人提供某种信托担保。而是指受托人掌握信托财产的产权的目的，在于保护受益人的合法权益。例如，附担保公司债信托，某公司以某种财产转移给受托人，发行公司债券在市场销售。各债券持有人（受益人）当然不能分管该公司的受押的财产，但把财产交给信托机构保管，就可以保护各持券人的抵押权利。这就是担保信托。信托的目的在于保护信托财产的确实与安全，而不在于管理与运用。

管理信托，掌握信托财产的目的，在于保护财产的完整，维护财产的现状，不变更财产的方式或形态，并收取此财产的固有收益和应支付的必要费用。做到这种财产不致有任何损失，这就是管理信托，或称财产管理信托。例如受托管理某委托人的房产，受托人只能负责管理，使之不受损坏，收取规定的租金，支付必要的维修费用。受托人不能随意变卖此房产，或重新拆建此房产。受托人只有管理财产之权，而没有支配信托财产之权。

处分信托，又称使用和处分信托或财产处理信托。受托人掌握信托财产的目的，在于使用和支配信托财产，处理这种信托财产，以达到使信托财产的本身价值增加，或使信托财产收益增加。为了上述目的，受托人掌握信托财产物上代位权，允许受托人变更信托财产的方式和形态。例如为了使信托财产增值，受托人按信托文件要求，可以将信托资金换成不动产，再把不动产换成有价证券等或资金。现今社会上实行的信托投资业务，即属于这类信托方式。

4．民事信托和商事信托

民事信托和商事信托的内容，是指这类信托都涉及法律立场范畴。一般民事信托的性质，都涉及民法、婚姻法、经济法、劳动法、继承法和其他规定应由民事法律作依据，调整财产关系和人身关系的范畴。凡在此类范畴之内的信托事项，称为民事信托。例如财产的管理、遗嘱的执行、遗产的继承和管理、财物的买卖、财物的抵押和寄托等。由此发生的信托事项均为民事信托。

商事信托，信托的性质从法律立场讲，凡属于“社会经济交往”引起诉讼的范围之内，称为商事信托。也有称凡涉及“商事法”（商法）的信托事项，称为商事信托。因为这类信托事项与调整商业活动的法律规范关系十分密切。它通常包括公司法，票据法，保险法和海商法等方面的法律规范。例如股份公司的设立、改组、合并、解散和清算的信托，公司债（企业债）债券的发行，还本付息的信托，商务管理的信托，商业人寿保险的信托等等。由此发生的信托事项均为商事信托

民事商事通用信托。民事信托与商事信托的界限有时是没有明显区别的，因为两者有很多密切的联系，所以有些信托事项两者可以通用，既可以划为商事信托类，也可以划为民事信托类，例如“附担保公司债信托”即是如此。凡是发行公司债券即属于商事法范畴，而提供担保品给受托人的做法，涉及抵押品问题，则属于民法中有关规定的范畴。所以说这种信托方式是民事商事通用信托。若要真正划分这种信托究竟是属于哪一类，可以以其设立信托的动机加以区分。若设定信托的动机偏重于债券发行的目的，即为商事信托。设定信托的动机偏重于抵押品的确实与安全，则属于民事信托这一类。

5．按信托标的物区别的信托

信托被认为是一种以财产为中心的法律关系，信托财产即信托标的物是联接信托关系的第一要素。在信托业务经营方面，最常见的信托分类方法是以信托标的物来区分的。日本信托法规定主要信托业务就是以信托标的物来分的。有时的信托财产，并非只有一种形态，往往数种混合不能严格区分，则可以按其最重要的部分加以分列。

金钱信托。金钱信托是指受托人受领的信托财产是金钱，是货币形态的资金，在信托终了或以信托契约的规定，给还原本金（信托财产）时，仍以金钱给受益人的信托。故又称资金信托，如信托贷款、证券投资信托或年金信托等都属于金钱信托的一种形式。目前我国信托机构承办的信托业务中，金钱信托

是主要的经营业务之一。所以金钱信托有三点特征：第一，金钱信托必是营业信托。第二，金钱信托的标的物必呈货币资金形态。第三，金钱信托终了时，给还原本金时，须对受益人以金钱为给付，不应将信托财产（如有价证券）依其现状给付，必须将其换成金钱（货币形态的资金）。

动产信托。凡以工业企业的设备、交通车辆、船只、飞机及其附属设备、其它运输工具作为信托标的物接受下来，再把这种财物贷放给使用单位，即是动产信托。也可将此信托标的物由受托人代为管理或处分、例如信托标的物是某商品，委托受托人出售的信托，都是动产信托。但由商品动产要受质量、价格、市场等多种因素的影响，容易造成损失，故一些国家的法律规定，一般信托机构不得承受这种信托。但由遗嘱信托和清算信托等附加发生的动产信托如系商品，则又当别论。

不动产信托。凡以不能移动的财产，即移动后会引起性质、形态等变化的财产作为信托财产而成立的信托称为不动产信托。例如，把土地、地上建筑物的产权转移给受托人，受托人根据一定的信托目的，对此加以管理或处分。其中属代收地租或房租、代付房产税和地产税、代为维修房屋等信托事项则为不动产管理的信托；属委托出售土地或建筑物等不动产者则为不动产处理信托；属代为发行不动产债券，代为发行“不动产分有证”者则为广义的不动产信托。

金钱债权信托。凡以金钱债权移转给受托人，在此项债权给付清算后，再交委托人或受益人管理、使用或支配，即是金钱债权信托。例如人身保险信托，委托人保有人身险，对保险公司享有赔偿的债权。在信托关系成立时，委托人转移给受托人的产权，不是实物形态的信托财产，而是将来收取保险公司赔偿的保险金的债权。又如催还信托，受托人承受是催还欠款的债权证书，也不是实物；经过代为催要或诉讼，收回所欠款项交付受益人。

6. 自动信托与被动信托

自动信托是指委托人将财产交与受托人，受托人不仅承受财产的户名，即作为财产的名义所有人，而且须依成立信托的文件中所订立或规定的权限，负责积极管理或处分的义务。在这类信托中，受托人的权限较大，责任也较重。因为受托人负有积极为受益人的利益而管理或处分财产的义务，又称“积极信托”。又因受托人是主动承担财务的管理、运用和处理的义务，又称此种信托为“主动信托”。

被动信托是指委托人只将财产的户名移转于受托人，因此受托人的责任只在承受委托人财产的名下，不承担委托人要求对信托财产管理、运用和处理的义务。凡管理、运用或处理等事项，完全由委托人或受益人自己去办。

7. 营业信托与非营业信托、国内信托与国际信托

营业信托与非营业信托一般是以受托人为主体而言的。以受托人在经办信托事项时，是否收取报酬来区分。凡受托人承办信托事项目的在于盈利，则称为营业信托；目的不是盈利，则是作为一种社会服务，则称为非营业信托。

如果营业信托的业务涉及的范围限于本国境内，不论其信托关系人有一方在境外，也是一种国内信托。例如某委托人久居国外，其家属子女的生活与教育问题，委托国内某信托机构代为处理，因其信托事项在国内，不能认为是一种国际信托。所谓国际信托，是指营业信托的业务涉及国际间信用委托性质为基础的一种经济行为。例如受托人承受委托向国外发行债券业务，或承受国外委托人要求，受理在国内向某企业进行信托投资、承办外国客商的经济咨询，经营国际租赁业务，海外的财务代收业务、对外担保见证业务等等，统称国际信托。8. 公益信托与私益信托、自益与他益信托、宣示信托

公益和私益信托，是以受益人为主体划分的；自益和他益信托、宣示信托是以委托人为主体划分的。

（1）公益信托和私益信托。公益信托是为增进社会之间的公共利益为设定的信托。私益信托是指信托的设定，是为特定的受益人的私益为目的，其受益人的范围较狭窄。

（2）他益信托、自益信托和宣示信托。凡委托人要求设立的信托，其目的是为第三者的收益，则为他益信托。被指定的第三者可以表示同意也可以拒绝接受，有时也可采取默认形式。凡委托人要求设立的信托，其目的是为了本身的收益，则为自益信托。宣示信托又称宣言信托，是指财产所有人以宣布自己为该项财产受托人的方式而设立的信托。该项财产一经宣告受托，便成为信托财产，财产并不转移但须与原有其它财产分别进行保管。这种信托只有在他益信托、以委托人以外的他人为受益人的场合才能成立

9. 个人信托与法人信托、信托关系可否随时撤销的信托

（1）个人信托与法人信托。这里所述的个人信托

与法人信托是以委托人为主体的，并非以受托人为主体而划分的。凡以个人为委托人而成立的信托关系，称为个人信托；虽然有时委托人可能是几个自然人、只要不是一个组织体，仍是个人信托。法人信托又称法人团体信托，它包括营业法人团体，公益法人团体。凡以一个组织体为委托人的都是法人信托。

（2）信托关系可否随时撤销的信托。能随时撤销信托关系的信托，是指以法院为委托人的信托，当时信托关系的成立，，是法院的命令所致。因此法院可随时以命令变更信托条件或撤销信托关系。

不能随时撤销的信托，是一种比较普遍的信托。成立信托的文件中即订明信托关系不能随时解除。总之，这种信托不能由一方当事的人意见而单独变更信托条件或撤销信托关系。

10．个人信托业务

由于个人信托是信托机构与个人订立有关契约而成立的信托，故又称个人契约信托。因信托的生效时期分为生前信托和身后信托。

（1）生前信托。生前信托是指信托机构与委托人生前订立契约而成立信托关系。这种信托的信托行为，大多产生于委托人年老退休，个人不想或不善理财，或委托人远道出门，忙于其它事务，而信托于信托机构代为管理、使用或支配。这种信托的信托契约在委托人在世时即具信托法律效力，这是生前信托的第一要素。其次，生前信托必须由契约产生，并且委托人必须是个人，法人是不存在生前身后的期限划分的。

（2）身后信托。身后信托是指信托机构与委托人在生前订立信托契约，受托办理委托人去世后的各种事务；或由死者的亲属和司法机关为委托人，与信托机构签订信托契约，受托办理死者身后的各种事务，均是身后信托业务。这种信托，多数信托契约订立在委托人生前，但其信托效力却在委托人去世之后，这是身后信托的第一要素；其次，身后信托的受益人必为第三者。

信托机构举办的身后信托业务有：

①执行遗嘱信托。立遗嘱人设立遗嘱的目的，是意在贯彻实施遗嘱所谋求的各种事务，如债权的收取，债务的清偿，遗赠物的交付，遗产的分割继承等的落实。信托机构作为遗嘱执行人，一般都是在遗嘱中指定的，也有在立遗嘱人去世后由法院选定的。习惯上，我国很少这种信托。

②管理遗产信托。这种信托主要是由遗产继承问题引起的。当遗产“继承未定”时，需要对遗产进行良好的管理；当遗产“继承已定”时，也需要再进行妥善管理。由此形成由信托机构代管遗产的信托。

③未成年人监护信托。凡谋求未成年人的利益，又对未成年人的行为实施监督保护的人，称监护人。凡信托公司受托办理未成年人的监护信托，建立了信托关系，既是受托人又是监护人。

④禁治产人监护信托。禁治产人是心神不正常的精神病患者或其他丧失行为能力的人。信托机构办理禁治产人监护信托业务，除了受托管理如受益人的财产，按照其财产状况赡养并照顾其日常生活，最重要的是在于设法护疗受益人的身体，尽量使其康复。

⑤人寿保险信托。人寿保险是人身保险的一种，也有直接称为人身保险的。人寿保险信托是保险与信托的结合，或者说信托业补充了保险业的不足。

人寿保险的目的在于使被保险人晚年丧失劳动能力时生活得到保障或被保险人一旦去世，其遗属可以在将来得到生活赡养费。而人寿保险信托代管理经营保险金或保险赔偿金，使得被保险人或其遗属避免因不善经营而带来的一系列不良后果。

11．法人信托业务

在商品经济发达的西方国家，法人信托业务是信托机构的业务支柱。目前我国信托机构办理的法人信托业务，以资金信托为主。

第一，资金信托

即信托标的物的形态是货币资金。委托人要求设定信托时提供的资金称为“信托金”，我国的会计处理上也有称“委托投资基金”和“委托贷款基金”。资金信托业务的主要种类有：

（1）公私单位的信托存款业务；

（2）公私单位的信托贷款业务；

（3）专项基金信托业务；

（4）公私单位的委托贷款业务。

信托投资业务也属资金信托业务的范围，因其委托人可以是法人，或个人，故列入个人与法人通用信托业务一类。总之，这种业务在我国比较普及。

第二，发行附担保公司债信托

附但保公司债信托是一种确保公司债债权，确保公司债担保权的公司债信托，或称在物上或权利之上所设定质权或抵押权的一种信托。如某企业向社会募集资金，得用确实的财产或其他有价证券为担保而发行债券，信托机构作为公司债担保品的保管人，这种行为即形成附担保公司债信托。担保品主权移转给信托机构，如果举债企业将来无力还本付

息，信托机构可以处理其所掌握的担保品，以作抵偿。

第三，财产信托

财产信托是信托机构接受委托单位的有形财产进行处理或管理的一种信托业务。其标的物是有形财产，又称实物信托。按经办目的，可分为融资性财产信托和服务性财产信托。前者如物资积压单位委托信托机构代为转让和出售；后者如委托信托机构对财产进行改良或修理，信托机构不垫付资金，只收取手续费。

第四，耐用消费品信托

指某种耐用消费品的生产或销售单位为了推销产品，加速资金周转，办理提前交货，分期付款，由信托机构提供资金融通的一种信托业务。这种业务有两种形式，实质是等于银行办理的卖方信贷和买方信贷。

第五，商务管理信托

又称表决权信托，适用于公司组织形式的企业法人。信托的设定，由公司全体或公司的多数股东推举委托某信托机构为受托人，将其所有股票过户移转给信托机构，交与信托机构保管，换领信托机构签发的收据，并与信托机构订立协议，原股东对公司仍享有股东应享有的一切权利，只是没有投票权，此种信托业务的开办，目的在于改善公司的组织管理，提高行政效能。使股东的行政权利与享受股息等权利分离。如果企业经营不善，它的股东和债权人可用集中股权与债权的办法，委托信托机构代为管理企业。

第六，企业改组的股票、债券的集中保管信托

企业改组时，都要把股权集中于董事会，把各种债权人组成债权委员会，分别保护其各自的利益。若股票和债券不集中保管，则董事会和债权人委员会分别代表各股东和债权人利益，就不能有统一意见。必须由董事会和债权人委员会联合组成一个改组委员会，改组才能顺利进行。集中以后的股票和债券待改组完毕后，再另行改发新股票和新债券，这种集中保管与一般信托机构的代保管业务有区别

第七，办理企业创设、改组、合并、清算信托

即公司组织形式的企业法人委托信托机构办理企业创设、改组、合并、清算等有关事宜。

第八，商业人寿保险信托

商业人寿保险的投资人是企业法人，被保人是企业的重要负责人个人。保险赔偿款的取得者是企业法人，而不是该负责人的遗属。商业人寿保险信托的信托机构代为交付保险费、并成为该项保险的赔偿的领款人。

12. 个人与法人通用信托业务

(1)信托投资。信托投资一般指直接性的信托投资业务，其信托标的物，有资金形式，也有实物形式，但以资金形式为主。投资人可以是个人，也可以是法人团体。凡通过信托方式办理的投资均属信托投资，也称投资信托。投资信托已成为信托机构的主要经营业务，各国现行有几种不同的投资信托类型，但它们是以证券投资为目的的信托。

(2)不动产信托。又称房地产信托。委托人把土地或建筑物的产权转移给信托机构，由信托机构根据信托目的，对不动产进行保管、管理或处理。

(3)管理公私破产财团信托。这项业务主要有以下几项：

①划明债务人的权限和债务状况。

②清理债务人的财产。

③管理破产财团的财产。

④保障债权人的合法权益。

⑤处分财产和分配财产为债务人清偿。

(4)为满足债权人债权的信托。指信托机构受托办理主要是同一债务人对多数债权人的债权，在支付时发生困难，而又想避免"破产程序"，达到清偿债务为目的的一种信托业务。做法是：

①债务人将其财产的全部或一部分转移给信托机构所有，由信托机构出售处理；

②信托机构按信托协议将所得价款，代债务人清偿。

(5)麻省信托业务。因创始于美国麻萨诸塞州而得名，又称"商业信托"。是投资基金形式的一种。基金由受益人投资，其形成的"企业形态"，即处于受托人地位，由受托人与受益人订立信托文件，这种信托协议与公司章程类似。信托业务如盈利，按出资比例分派；如亏损，受益人仅以原投资额为限负其责任。

13. 个人与法人通用代理业务

代理是信托机构经营的一种广义的信托业务，常见代理业务有：

(1)信用担保业务。信托机构为个人或法人提供信用保证，担保债务人切实履行义务，保障债权人享受权利的实现。也称"保证信托"。

(2)代理证券事项。主要是代理有价证券的买卖业务，有价证券的发行媒介事务，各种有价证券的过户登录事务等。

(3)代理不动产事项。代理不动产事项与不动产信托是不同的。代理均以委托人名义，经办有关不动

产事项，如代收租赁款、代客买卖房地产、代客设计各种建筑物等，全凭委托人意思，权限极小，只是手续上的代理。

(4)代理收付款项事务。代理收付款事项是信托机构充当委托人的金钱出纳地位，以委托人的名义代办各种经常性和分散性的款项收付，亦称“收付信托”。

(5)代理保险事项。指信托机构处于保险经纪人的地位，代个人或法人团体向保险公司投保各种财产保险、人寿保险及其它各种险种保险事宜。仅充当被保险人与保险公司的中介。

(6)代保管业务。又称“保管信托”。此项业务的目的是使委托人的财产不致丧失。由受托人代管代存，责任仅限于保管的信托财产完整无缺，信托财产的所有权不予转移。代保管业务一般分两类：出租保管箱和代客保管业务。

(7)代理仓储运输业务。这项业务的开展，与信托机构经营各种抵押和押汇业务有关。信托机构为了保管所掌握的抵押品，都自行附设货物仓库。这些仓库也向社会开放，仓储业务就成为信托机构的一项副业。由于信托机构办理商品代理购销业务，或办理运输中的货物为抵押的汇票贴现业务，所以也代办货物的托运工作。

(8)监督工程信托业务。即个人或法人团体委托信托机构担任建筑设计、指导投资导向、监督建筑工程的施工等代理业务。

(9)代理会计事务。

(10)经济咨询和资信调查。这是信托机构最为普通的一种代理业务，或称咨询服务。经济咨询主要包括：企业经营咨询、市场行情咨询、经济法律咨询、金融市场咨询、投资方向咨询、贸易往来咨询、代为介绍客户。资信调查又称信用咨询，主要是调查对方的支付能力、资产、信用、经营等情况。

14. 融资性租赁业务

这是第二次世界大战以后迅速发展起来的一种新业务，又称金融租赁。也是信托机构的主要业务之一。

第二章　信托投资主要业务

一、信托投资的概念

1. 信托与投资

前章已述，信托有广义与狭义之分。狭义的信托，或者说严格意义上的信托，就是为他人利益管理财产的制度。广义的信托，还包括代理。投资，一般意义而言，是经济主体以预期未来的经济效益或社会效益为目的的资本投入及其运动。在我国，习惯于把投资理解为直接投资，即投资建购厂房，机器设备等以进行生产经营；而在西方国家，习惯于把投资理解为间接投资，即投资购买金融资产中的股票、债券等有价证券。可见，无论是信托概念还是投资概念，都有不完全一致的理解。

信托与投资，二者可分可合。说分，因为信托与投资的业务领域，各有重点，很少关联；说合，因为信托业务收受的各类资金，必须妥为运用，寻求好的效益，这就离不开投资。信托机构资金融通的特点是其长期信用性，投资业务是其主要业务。信托与投资的关系，有些类似银行资金融通上存款与贷款的关系。所以，信托与投资，通常总是连在一起，通称信托投资，尤其是我国，绝大多数信托公司都是称为信托投资公司。

2. 信托投资

信托投资，作为一个概念，通常又有不同的理解。在西方，信托投资的说法，较少见，是泛指信托方式的投资；而投资信托则较为常见，是特指投资人通过信托方式，共同购买各种有价证券，是一种特殊的证券投资信托，也有人称之为投资基金，在日本直接称为证券投资信托。在中国，信托投资是一个十分普通的概念，但也有广义与狭义之分，而且都不同于西方的投资信托概念。广义而言，中国的“信托投资”是指投资者（包括各级财政部门、各系统的企业主管部门、社会公共团体——科研机构、学会、基金会等）用拨款或存款方式（包括委托存款与信托存款）将资金拨入或存入信托机构，签订信托契约，委托其按契约规定的“指定投资项目”、“任意投资项目”进行投资的一种业务。中国的“信托投资”还包含国外厂商通过信托机构的中介作用与国内厂商经办合营企业的投资，信托机构用自有的信托基金或发行债券筹集的资金进行投资等，也属“信托投资”业务范围。中国信托机构经营的主要是直接投资业务。狭义而言，“信托投资”是与“委托投资”相对的一个概念，信托投资是任意性的信托投资，而委托投资则是指定性的信托投资。

鉴于信托投资概念的丰富内涵，下面在介绍信托投资业务时，以兼顾中国和西方两种通用的做法为原则。

二、信托贷款与信托投资

1. 信托贷款

信托贷款是信托机构运用吸收的信托存款、自有资金和筹集的其他资金发放贷款的业务。信托存款来源于：

①财政部门委托投资或贷款的信托资金。

②企业主管部门委托投资或贷款的信托资金；

③劳保机构的劳保基金；

④科研单位的科研基金；

⑤各种学会、基金会的基金。信托存款的金额小、范围窄，是特定的。

第一，与银行贷款相比，信托贷款有以下特点

（1）信托贷款的资金来源范围比银行贷款资金来源范围要窄得多，资金量也比较小，因而它是对银行贷款业务的补充。

（2）银行贷款由于现行信贷制度的限制，无法对一些企业的特殊需要给以满足，只能发放正常需要的贷款；而信托贷款则可以满足特殊的资金需要。

（3）银行贷款的利率有具体的规定，不能浮动，而按规定，信托贷款则可在同档次银行贷款利率基

础上，上浮 20%左右，这有利于信托机构通过贷款利率的浮动，用经济手段促使企业合理使用资金。

第二，信托贷款的种类

(1)技术改造信托贷款。这是为支持企业技术改造而设立的。信托机构可以应企业的申请，对企业因技术改造临时缺乏必要的资金而发放贷款。信托贷款发放的对象必须是属国家产业政策重点扶持的部门和行业，或属市场急需的短线产品项目及有较好的出口创汇前景的行业。申请技术改造信托贷款的企业应具备一般的贷款条件，其贷款属于固定资产投资的，还需经有关部门批准并列入国家计划。技术改造信托贷款的发放，也可结合企业主管部门提供的专项委托贷款基金进行办理，在专项基金不足时，由信托机构予以资金融通。

(2)横向联合信托贷款。这是为了支持地区间、部门间以及行业间利用各自的优势，相互协作、实现联合，信托机构应申请者要求而发放的。申请横向联合信托贷款者，联合各方用于联合项目的自筹资金必须首先到位，联合各方的责、权、利必须以合同或协议的方式加以明确并具法律效力。用于固定资产的该项贷款必须符合有关规定。信托机构对贷款审查的要点要放在联合方式、经济效益和承担借款单位的还款能力上。

(3)联营投资信托贷款。这是横向联合信托贷款的一种。其特点是：联合各方的联合方式是共同投资，目的在于共同开发需要的产品，如原材料、能源等，或共同进行效益较高的经营活动。联营投资一般是共同经营、共担风险，各方关系比较紧密。联营投资信托贷款的要点和做法与横向联合信托贷款相同。

(4)补偿贸易信托贷款。是信托机构对国内企业间从事补偿贸易活动中缺乏预付资金发放的贷款。金融信托机构办理此项贷款按照贷款条件予以审查，对项目要进行可行性研究和评估。如果贷款用于固定资产投资，应纳入国家的固定资产投资计划。

(5)房地产开发信托贷款。这是信托机构为支持房地产开发而发放的贷款。大中城市，特区、经济开发区建设用地的经营性开发和商品房开发，可以申请这项贷款。另外，单位住房信托贷款也属于此类贷款——信托机构在单位建筑或购买住房资金不足时向单位提供的贷款，它要求申请单位应预先陆续存入一定比例的存款。

(6)耐用消费品信托贷款。这是信托机构为了引导一些价格的档次较高、消费者一时不能全部付清价款的耐用消费品实现销售而发放的贷款。这种贷款在耐用消费品投入市场初期，为其打开市场、扩大生产、加速流通有着积极的作用。我国信托机构提供的耐用消费品贷款，按照融资对象不同，有卖方贷款、买方贷款和消费贷款三种形式。办理耐用消费品信托贷款应注意以下几个方面：耐用消费品是质量可靠、性能优良、消费者想买而又不能一次支付贷款的商品；归还贷款本息的来源必须是借款单位的职工工资；贷款利率一般低于银行流动资金贷款利率；贷款后如发现耐用消费品质量问题，应由借款单位向经销单位交涉解决。

(7)专项信托贷款。就是信托机构从人民银行或财政部门借入或拨入的资金用于人民银行或财政部门指定范围的贷款。如科技开发专项贷款、扶贫专项贷款等。专项信托贷款的风险，由信托机构承担。

第三，信托贷款方式

根据借款单位不同的资金需要，结合信托机构内部贷款的要求，通常采用的贷款方式有：

(1)信用贷款。包括：信托机构按借款契约规定，将信托资金直接划转给用款单位的“直接信用贷款”方式；商业信用与信托贷款相结合的“卖方信贷”方式。

(2)抵押贷款。

(3)票据贴现。

第四，信托贷款程序

信托贷款业务种类多，业务处理程序不尽一致，一般的程序为：

(1)借款单位向信托机构申请信托贷款，应填写“法人资格和法定代表申请书”，并逐联填写“信托借款申请书”，并提供有关文件。

(2)信托机构从政策性、可行性和偿还性等方面进行审查。

(3)签证“信托借款合同”。

(4)有关用款期间的其它事宜商定。

第五，关于固定资产信托借款的有关问题

固定资产信托贷款主要用以支持技术改造为主

的固定资产项目。这些项目必须属国家产业政策重点扶持的部门和行业、或属市场急需的短线产品项目及有较好出口创汇前景的行业。项目应具有的基本条件是：

(1)经有权部门正式批准，并已纳入当年技术改造或基本建设计划；

(2)经过详细的可行性论证，可行性报告已经专业管理部门批准，其投资概算准确，不留缺口；

(3)完成了初步设计，有科学的建筑施工方案，并据以制定切合实际的建设进度计划和用款计划；

(4)建设条件具备，征地、主要设备、建筑材料、原材料供应、交通运输、燃料动力等均已落实；

(5)项目的自筹资金及其它资金来源落实，流动资金供应有保证；

(6)对国内或国际市场预测有据，销售前景好；

(7)经济效益高，还款计划落实，还款来源有保证。

符合上述条件的项目，在银行暂不能贷款的情况下，可发放固定资产信托贷款，贷款期限一般为3至5年，最长不超过7年。贷款的利率，按照中国人民银行统一规定执行。

固定资产信托贷款的选项、调查、审查评估、贷款手续及贷后管理工作，可按照银行的技术改造贷款办法办理。

2. 信托投资方式

这里所说的信托投资不包括委托投资，它指的是信托机构运用自有资金、组织信托存款、发行股票和债券筹集的资金、以投资者身份直接为生产、经营企业进行的投资。信托投资的主要方式有：

①股份投资。即由信托企业通过购买企业一定的股份，成为合资企业的股东，由信托机构委派代表参加对投资企业的领导，按投资比例承担风险和分配红利。这种投资方式一般适用于投资少、见效快、经济效益高的项目。

②合作投资。即以资金给投资项目以支持。信托机构投资后按商定的比例分配投资收益，不参与经营管理，不承担盈亏责任。

第一，特点(与信托贷款比较)

(1)性质不同。信托贷款基本上是一种信用活动，向企业贷款只能增加企业的借入资金；而信托投资是一种信托活动，若向企业投资则可增加企业的自有资金或项目的自筹资金。

(2)形式不同。首先，资金的投放形式不同。信托贷款的形式主要是信用贷款，抵押贷款和票据贴现；而信托投资的形式有直接投资和间接投资。

其次，资金的运动形式不同。信托借款的资金运动表现为二重归流的资金运动过程；而信托投资则表现为一次支付、多次分红回流的资金运动过程。前者期限较短，后者期限较长。

(3)分配不同。信托贷款以取得利息为目的，收益较稳定；而信托投资以分红的形式参加企业经营成果的分配，收益较高，风险较大。

第二，办理信托投资的原则

应遵循的原则有：①符合国家政策、计划的要求。投资重点要放在发展国民经济急需的产品或项目上，以加强国民经济的薄弱环节，合资联营的企业须按规定报经有关部门正式批准。属于固定资产投资的部分要纳入国家固定资产投资计划。②投资项目要切实可行。凡是信托投资的项目，信托机构要从各个方面进行全面的、详细的调查论证。既要从宏观经济的角度充分考虑国民经济的整体利益，看项目在国民经济中的作用与影响；又要从微观经济效益的角度，测算合资联营企业的经济效益，分析投资资金的使用是否合理，以确保信托投资项目的切实可行。③合理分享利润。参加投资的单位要在平等互利、兼顾各方利益的基础上，根据各自提供的资金、原料、场地、设备、技术和劳动力等条件，以及承担义务的大小，共同商定合理的利润分配比例和折旧基金的分配办法，以确保投资各方的经济效益。

第三，信托投资种类

(1)按投资对象可分为企业项目投资和有价证券投资。前者又称为直接投资，即信托机构直接向企业或项目投入资金；后者又称为间接投资，即信托机构通过购买有价证券从而间接参与企业融资。我国目前以直接投资为主，西方国家主要是间接投资。而且，在我国，直接的信托投资是信托机构的重要的传统业务。

(2)按组织形态分为股份投资和合作投资。股份投资又称股权式投资、参与经营式投资；合作投资又称契约式投资、不参与经营式投资。如前所述，信托

投资分为股权式和契约式投资，是最常用的一种分类方法。契约式投资按商定的固定比例，信托机构在一定年限内分取投资收益，到期后或继续投资、或出让股权并收回所投资金。

(3)按投资期限分为长期(合作)投资和短期(合作)投资。长期投资一般事先不规定投资年限，只要合资联营企业存在，信托投资就长期存在。而短期投资则事先规定投资年限，到期后投资机构收回投资，同时信托机构退出联营企业。短期投资又称定期投资，目前采用较多。

(4)按分配方式分为固定分成投资、比例分成投资和保息分红投资。固定分成投资是由投资方和企业事先商定利润分成额，信托机构按此固定额度分享收益而不受企业实际盈亏的影响。比例分成是投资各方事先商定合资联营企业中各方分成的比例，盈利时按此比例分成，亏损时按此比例分担。保息分红投资是投资者在投资时，事先商定由合资企业在投资期间，按照信托机构投资金额定期支付利息，年度终了时还要参与一定比例的分红。它是介于投资与贷款之间的一种融资形式，颇受欢迎。

第四，信托投资条件

我国直接信托投资是在坚持政策性、可行性、效益性和互利性原则的基础上开展的。办理直接信托投资的业务时应严格掌握项目所具备的条件：有批准的立项文件；有落实的全部资金；有广阔的产品销售市场；有良好的供应条件；有先进的工艺技术设备；有较高的企业素质；有可靠的投资效益。对信托投资项目评估时，要紧紧围绕经济效益这个中心，对各项条件进行科学的分析论证。

第五，信托投资程序

根据目前我国投资管理体制，办理直接信托投资的业务程序依次分为项目的筛选、评估、谈判、确立、执行和终止六个阶段。

(1)项目的筛选。这是信托机构从计划部门、企业主管部门等通过一定渠道在现有项目中进行初步选择。凡是筛选出来的项目应基本符合信托投资的条件，然后再对符合条件者择优筛选，进行评估。

(2)项目的评估。这是项目成败的关键。对择优选出来的项目进行评估就是根据可行性研究报告，对投资项目的必要性和可行性进行科学的评价、估算和论证，为投资决策提供依据。

(3)项目的谈判。项目的谈判工作是在评估报表中提出的项目可行性意见的基础上进行的，其主要内容有：投资的方式、金额的期限、利润的分配方法、分配比较及承担的风险大小、投资企业的组织形式和管理方式。

(4)项目的确立。项目确立的主要内容就是签订合同。在签订合同中，要求对合同条款进行磋商、研究，最后确定下来并签订投资合同。投资合同一经签订，就具有法律效力，投资各方必须依照执行。

(5)项目的执行。信托机构按照投资合同应做如以下工作：交足认缴的投资额，派出代表参加企业的管理机构，对企业进行监督和管理，以及与企业协议解决合同执行中的问题。

(6)项目的终止。这是信托投资程序的最后阶段。终止原因有：全同期满而投资各方又无意延期；不可抗拒力或企业严格亏损；合同规定允许的投资股份权的转让。

三、委托贷款与委托投资

1. 委托贷款和委托投资的区别

在我国，将委托者向信托机构委托办理信托资财管理和动用时，提出明确的、具体的要求的信托业务称为委托业务。委托贷款和委托投资又被称为乙类信托投资业务，第二节所述的信托投资和信托贷款被称为甲类信托投资业务。委托业务是信托机构的中间业务，办理业务过程中，信托机构不需运用自身的资财，是信托机构的基础业务。

委托业务和信托业务虽同属信托类业务，但仍存在着很大差别：

第一，业务要求不同。委托业务是委托单位以自主使用的资金交存信托机构，委托信托机构按照指定的用途和对象代为运用，监督使用并到期收回本息的业务。其显著特点是委托者对受托者提出了明确而具体的要求，即资金的使用范围、对象、用途、金额、期限、利率(贷款)和收益(投资)等等都是由委托方确定。受托者只能对此依约办事，没有什么资金运用的权利。仅仅是负责发放或投入资金，在使用过程中检查监督、到期负责收回等工作。信托业务则是信托机构以自身吸收的信托存款或自有资金为来源，

在保证受益者得到应有的利益前提下，自主选择资金运用的项目和用途。该业务的显著特点是受托者具有运用资金的充分自主权，体现了委托者对信托者的充分信任。

第二，风险责任不同。由于委托业务中受托者拥有的财产运用权极小，因此，如果发生非经营管理上的经营损失（如借款单位倒闭、经营困难或资金无力偿还等）或意外事故，其责任由委托者承担，故受托者风险较小。而在信托业务中，如遇到损失或风险则全部由受托者独自承担，故委托者风险较小。

第三，管理方法不同。委托业务对信用规模的扩张作用小，信托业务则不同。故我国对委托业务管理较松，而对信托业务视同银行业务进行管理，管理较严。如对信托业务管理有如下多种要求：按规定缴存准备金，用于固定资产部分的要按规定比例执行，用于流动资金的部分要从严掌握等等。而对委托业务一般没有这种要求。

委托业务按其资金的运用可分为委托贷款和委托投资两类

2．委托贷款

委托贷款是信托机构按照委托人指定的对象、范围和用途等所发放的贷款。从资金来源看，我国委托贷款有两种情况，一是财政委托贷款。这是指地方财政拿出资金交由信托机构来办理基本建设“拨改贷”以外的各种专项贷款。此类贷款项目的安排、贷款条件、还款资金来源等具体做法，由委托受托双方比照基本建设“拨改贷”的规定协商，并在委托协议中订明。二是部门、企业委托贷款。这是由中央或地方主管部门、企业单位以自有资金委托信托机构按照指定用途或指定项目发放的贷款。委托贷款如果应计算固定资产投资规模的，按国家规定，应由委托单位（或借款单位）负责纳入固定资产投资计划。借款单位要按照国家有关规定归还借款，不得挤占应上交的财政收入。部门、企业委托贷款的计息办法，通常有两种情况：或是交存贷款基金不计存款利息的，贷款实行低息；或是实行交存贷款基金按余额计收存款利息的，贷款按照用途分别比照技术改造、基本建设或流动资金贷款计息。具体采用哪一种办法，由委托受托双方商定。受托单位可以视委托基金使用情况，在委托单位之间组织调剂余缺、必要时可以在批准的年度信贷计划指标内予以贷款支持。

第一，委托贷款的作用

委托贷款是我国经济体制改革中由信托机构开办的一项业务，其主要作用有：

（1）改变“资金供给制”，提高资金使用效益。信托机构接受资金所有者委托，使主管部门与所属单位的无息借款或无偿拨款变成信托机构与借款单位之间的有偿有息贷款，通过信托机构对贷款使用的监督，协助企业单位加强管理，提高资金的使用效益。

（2）易于为各级主管部门和财政部门所接受。各级主管部门和财政部门及企业可以根据自身的需要，确定借款单位，借款用途及贷款金额，期限和利率。信托机构充分尊重其自主权，只要委托者确定的借款单位和用途等符合国家政策和法令，信托机构都可以办理。因而这一方式易于为委托者所接受。

（3）便于委托单位收回贷出资金。信托机构按照贷款原则和经济合同规定，审查管理委托贷款，协助企业及时发现和解决贷款使用中的问题，便于委托单位按时收回所贷出资金的本息。

（4）办理委托贷款业务对信托机构自身也十分有利。既不占用计划内信贷资金规模，又起到支持企业加速技术进步，发展商品生产和流通，改善服务，提高经济效益的积极作用。

第二，委托贷款的特点

（1）涉及多方关系人。委托业务至少有委托者、受托者、借款者、受益者等四方关系人。办理此项业务前，各方关系人要签订协议或合同。协议或合同有两种形式：一是各方之间共同签订协议，二是委托者与受托者、受托者再与借款者分别签订协议，无论采取何种方式，委托内容都必须一致。

（2）委托机构一般都不承担风险。由于贷款对象和用途均由委托者指定，因而风险也应由委托者承担。

（3）受托单位一般不垫款。委托者办理委托贷款时，必须事先将其自主支配的资金一次或分次存入信托机构，作为委托存款（即所谓的委托贷款保证金），委托贷款总额不得超过存款总额，委托贷款未到期或未收回，委托者不得提取相应的委托存款；存入的委托存款，委托者若有急用，可以在未动用的委

托存款余额内支取;委托存款在尚未使用前,委托机构可以按活期存款利率为委托者计息。

(4)受托机构是以提供服务收取手续费为目的的,贷款的利益收入全都归受益人。对于委托基金大于委托贷款的部分,信托机构一般可以比照活期存款标准向受益者或委托者支付利息。

第三,委托贷款种类

(1)按委托贷款的性质分,可分为固定资产委托贷款(长期)和流动资金委托贷款(短期)。

(2)按委托贷款的用途分,可分为工业委托贷款. 商业委托贷款、农业委托贷款和科技开发委托贷款等。

(3)按委托者的身份分,可分为中央各部委的委托贷款、企业主管部门的委托贷款、财政部门的委托贷款、企业的委托贷款和科研单位的委托贷款等。

(4)按受托者是否提供融资分,可分为一般委托贷款和专项委托贷款。

①一般委托贷款。信托机构不参与融资的委托贷款业务,是由信托机构的国有企、事业单位、集体经济组织以及地区经济组织之间符合国家有关政策、方针、计划的正常往来资金为对象而办理的信托业务。其特点是先存后贷、存大于贷,信托机构不垫款。办理此项业务,通常由委托单位一次或分次存入委托基金,在一定期限内,由信托机构根据委托单位的要求发放贷款,并实行余额控制,即发放的贷款不论笔数多少,其贷款总量始终控制在委托基金余额内。

②专项委托贷款。信托机构参与融资的委托贷款业务,是信托机构受地方政府和企业主管部门的委托,进行专项资金的筹集并按指定对象发放的贷款。所谓"专项"主要是指国家重点支持的特定项目,例如当前发展能源、交通运输事业、开发新技术、试制新产品、设备更新等项目。由于这些特定项目是属于国家建设重点,因而在企业遇到资金不足的困难时,由信托机构发放专项委托贷款予以解决。专项委托贷款与一般委托贷款的主要区别是:当委托单位交存了一部分委托基金,但未筹集到足够的金额时,信托机构可以根据企业的需要按规定予以临时调制。即以"存一贷二"或"存一贷三"的办法,发放专项委托贷款。由于贷款的发放仍然是按委托者的意志发放的,所以信托机构不承担贷款风险。对于信托机构垫付的资金,应计收信托贷款利息。如果垫付的资金在贷款期满时不能收回,信托机构可以从委托者交存的委托基金中扣还。当委托基金不足以抵补所垫付的资金时,信托机构可以向委托者要求另行予以补偿。

第一,委托贷款程序

(1)签订委托协议。委托者和信托机构签订《委托贷款协议书》,明确约定委托者办理委托贷款的目的,方式以及双方的权利和义务。《委托贷款协议书》有两种基本形式,一种是签订总的协议书,具体办理每一笔委托贷款业务时,依据总协议办理;另一种是办理一笔委托贷款时签订一项协议。

(2)开立委托存款帐户。

(3)存入委托存款。

(4)审查委托贷款。

委托者发放委托贷款时,应先向信托机构提供《委托贷款通知单》,信托机构接到此通知单后,对委托贷款的条件和手续进行审查。

(5)发放委托贷款。经审查合格后,与借款单位签订《委托贷款借款合同》,借款者填写借据,根据合同和借据发放贷款。同时,经办人员填写《委托贷款项目登记表》。

对有的全国性或省级信托机构的委托贷款业务,有的需要委托所属或有关的信托机构、银行代办,经办人员应填制《代理委托贷款协议书》,随同《委托贷款项目调查表》和借据一并寄送代理行或代理公司。

(6)监督委托贷款的使用。

(7)借款单位按期向信托机构交付利息,到期偿还借款。

(8)信托机构向委托者退回委托存款或继续办理新的委托贷款。

另外,若借款者到期不能偿还贷款,可要求展期和转期,这一要求在征得委托者的同意后,应向信托机构提供《委托贷款展(转)期通知单》,若委托者不同意展期或转期,根据合同可加收罚利。若委托者在委托期间认为有必要调整贷款利率,可填制《委托贷款利率调整通知单》,加盖预留的印鉴交信托机构。

第二,关于固定资产委托贷款的说明

固定资产委托贷款一般要求委托人指定用于贷款的固定资产项目，该贷款项目必须已按规定报经有关部门批准，并取得有权单位的批准的、纳入国家或地方的固定资产投资计划的文件。另外，企业不得以流动资金办理该项委托贷款。

固定资产委托贷款的处理程序为：①签订《固定资产委托贷款协议书》；②开具委托存款帐户和存入委托基金；③委托贷款的审查和发放；④委托贷款的检查；⑤委托贷款的展期和转期；⑥委托贷款的利率调整和逾期罚息；⑦委托贷款的回收。

信托机构办理固定资产委托贷款程序时，应根据委托贷款手续的繁简、所负责任的大小和委托金额的多少收取一定的手续费，以补偿提供劳务所付出的各种费用支出和非为金融信托机构办理委托贷款的业务报酬。

3. 委托投资

委托投资是指信托机构按照委托人的要求，以其交存的资金向其所指定的单位、项目进行投资。一般有两种形式：①信托机构按照投资方和被投资方双方签订的投资协议，办理委托投资中的有关事宜。例如按协议中的期限，金额拨付投资款项，监督资金使用，检查投资进度和经营状况，审查企业财务，代收盈利分红等。②由信托机构和投资人签订委托贷款协议，委托人提出投资意向，由信托机构寻找投资伙伴，并负责审查被投资方的经营能力，提供投资方确定是否投资。信托机构还可以接受委托，参与投资企业的经营管理等。在委托投资条件下，投资所得收入归委托人所有，信托机构不承担经济责任，只按投资额收取一定比例的手续费。如参与企业经营管理，还可按盈利分取一定比例的手续费。

第一，委托投资特点

(1)与委托贷款的比较。

①委托投资是从投资单位中分取利润，而不以收取贷款利息为目的。

②委托投资一般期限较长，如10年以上，或没有期限；而委托贷款的期限一般为1～3年。

③委托投资要求信托机构代替委托者参与投资企业的管理及企业财务核算等方面的事务，而委托贷款则无此要求。

④委托投资包括委托信托机构直接投资于企业单位和委托信托机构购买股票、债券两个方面，而委托贷款则没有这些方式。

(2)与信托投资比较。

①委托投资的资金属于委托单位所有，资金投到哪个单位，投入多少，都由委托单位决定，信托机构只负责监督资金的使用等服务性事宜，不处于决定地位；而信托投资的资金属信托机构自身所有，投入资金的方向，数量均由信托机构决定，并且参加利润分配，直接承担投资的盈利或风险损失。

②委托投资的收益全部归委托者所有，信托机构只按委托投资的金额或利润总额收取一定比例的手续费，而信托投资的收益全部归信托机构自己。

③委托投资中的信托机构作为委托者的代理人，只是行使对委托资金的投入，经营过程和利润分配的监督，所以投资的企业经营好坏、损失、风险均由委托者承担；而信托投资中的信托机构作为投资一方当事人，投资企业的盈利分配与责任风险都应承担。

第二，委托投资的程序

委托投资业务的处理程序可参照委托贷款业务办理，对投资所涉及的问题应参照信托投资业务的处理。

(1)签订协议。信托机构受理、承办委托投资业务的依据是《投资协议》，因此，无论是个别投资还是联合投资都必须同信托机构签订协议。若为联营投资，投资各方也必须依法签订联营协议。协议应坚持平等互利的原则，明确各方的权、责、利及出资方式，出资比例、收益分配等事项。

(2)项目评估。投资对象必须符合国家的产业政策、计划的要求，项目必须列入基本建设或更新改造计划，对项目的必要性、可行性、经济性进行全面论证，同时加强资金管理。

(3)手续费。委托投资中，从合作联营企业中分得的经营成果全部归委托者所有，信托机构一般只按投资金额或利润总额分取一定比例的手续费。按投资金额收取手续费较简单，但没有把受托者的利益同投资项目的效益进行挂钩，不利于促进投资效益的提高。按利润总额计提，可以促进受托者对投资项目企业的经营管理和财务核算的关注。

四、资金信托

资金信托是信托机构接受委托者的委托，对货币资金进行自主经营、管理，并向委托者指定的受益者支付收益或约定的款项。受托的信托机构则收取一定金额的劳务费。

1. 资金信托的特点

(1)与信托存款的比较。二者最大的区别是，信托存款在本质上属于信用活动；而资金信托则是信托活动。因而在资金转移过程中的所有权和使用权、收益来源，以及营运报酬等都是很不相同的。

(2)与委托贷款的比较。资金信托中的资金运用，由信托机构决定；而委托贷款中的资金运用对象、用途、期限和利率等，均由委托方决定。委托贷款的经营风险由委托方承担，而资金信托中的经营风险由受托方承担。

(3)与信托投资的比较。二者都属信托行为，但我国目前的信托投资的资金有信托资金和自有资金两部分，而资金信托中的资金都是委托者转移来的。信托投资一般侧重于投资，而资金信托中的资金运用方式较广。现有的资金信托主要是基金信托。

2. 资金信托的种类

第一，公益基金信托

信托机构接受各公益基金的筹集和管理机构的委托，对公益基金进行营运，并将收益支付给受益者。

(1)公益基金的委托者是公益基金的筹集和管理机构，如各种基金会，这些机构是公益法人，其组织和筹集资金等活动都必须是合法的，并接受社会各界的监督。

(2)信托机构接受公益基金的委托，营运资金和支付收益。目前我国对这种信托的开户方法有两种：①由委托者在信托机构开立代理收付帐户和公益基金信托帐户，并将受托者的帐号向捐赠、赞助和资助者公布，由他们直接将款项汇给受托的信托机构，受托的信托机构将它收入委托者的代理帐户。当款项积累到商定的额度时，转入其公益金帐户并开始计付收益。②委托者将筹集的资金集中起来，委托信托机构营运，其做法与单位资金信托相同。受托者对公益基金的营运应做到安全稳妥，尽力求得好效益。受托者对收益的处理可以直接支付给受益者，也可以转给委托者去支付。

(3)公益基金信托的受益者是社会公众中的不特定多数人或部分人。各公益基金信托委托者一般在信托契约中对其范围作一指定，但不可能事先指定某个人做为收益的获得者。

第二，劳保基金信托

这是信托基金受托为委托者提供从积累、经营到转移劳保基金的信托业务。其中的委托者是劳动保险部门、独立提留并管理劳保基金的国有、集体企事业单位及其他合法经济组织。信托财产就是以上各部门的劳保基金。按现行制度规定，劳保基金信托存款的来源仅限于劳动保险机构的劳保基金。

劳保基金信托应根据信托合同进行，该信托合同应包括的内容有：委托者各期劳保基金的交付时间、金额、交付办法及收益率；受托者向受益者支付劳保基金的金额、年限和方式等；受托者支付给受益者的金额总数，应不高于委托者交付给受托者的劳保基金总额和收益之和。

第三，单位资金信托

单位资金信托是单位或主管部门将长期不用的各种基金、利润留成和税后积累等，委托信托机构代为管理和运用的信托业务。它是一种自益信托。

单位资金信托的业务程序要点为：委托者和受托者签订合同；开立帐户；划款和落实款项的用途；计算和支付收益和劳务费；合同期满时，或继续信托或终止信托。其中，单位资金信托的期限一般在一年以上，中途不允许提前支取款项。若委托者临时急需用款，可以凭“单位资金信托受益凭证”向受托者办理抵押贷款，待委托者按期还清抵押贷款后，将“受益凭证”归还委托者，其原有权益不变。该信托的收益和劳务费的标准目前尚未统一，由委托者和受托者双方商定。

五、代理业务

代理业务，是信托机构接受客户的委托，以代理人的身份，代为办理其指定的经济事务的业务。代理业务是代理人与被代理人之间产生的一种契约关系和法律行为。代理业务和信托业务同样以信用为基础，但二者确有不同之处：最明显的是信托业务要求

信托财产所有权的转移，而代理业务却无此要求；信托业务中受托者拥有广泛的权限，而代理业务中代理人的权限则较窄；信托业务中受托者责任较重，而代理业务中代理人的责任很小；信托业务中委托者不对信托者进行监督，而代理业务中的代理人必须接受被代理人的监督。

目前，我国信托机构开办的代理业务主要有：代理收付款项、代清债权债务、代理资财保管、代理证券发行、代理公司组建、代理会计事务、代理保险业务及其它代理业务。

1. 代理收付款项

第一，作用

代理收付款项又称收付信托，指金融信托机构接受单位和个人的委托，代为办理其指定款项的收付事宜。这是信托机构充分运用自身和联行的业务机构、专业技术能力和清算手段，通过办理代收代付款项的业务，为各单位提供服务。这是银行现行结算方式的补充，主要是对那些收付面广、收付额小、收付频繁的款项代理收付。

第二，种类

代理收付款项业务一般有以下几种：

(1)代收上缴款项。这是指代办主管部门应集中的管理费、利润、专用基金以及交通部门的养路费、环保费等。

(2)代收代付货款。

①代收分期付款的销售货款。即工商企业用分期付款办法向个人销售高档耐用消费品，可委托信托机构分月收回货款。

②清理异地拖欠款项。即工商企业因异地正常交易而发生的应收货款，已超过正常的结算期而未能收回的拖欠款项，可委托信托机构代为催收清理。

③代理货款清算，异地工商企业在本埠购销商品，信托机构可受托代理货款收付的清算。对代收的款项，须收妥后，转交委托单位。对代付的款项，委托单位须先将代付的资金交存信托机构，而后由信托机构办理。

(3)代管福利帐户。包括代管机关、企业、事业等单位的职工福利帐户，按期发放干部、职工退休金、抚恤金以及代管其它特定的社会福利基金。

(4)代收代付公用事业费。如代收捐款、学费、租金、水电费、电话费、养路费以及其公用事业费。

(5)代收代付有价证券款。如代理收付公司债和公司债本息，代收股本和代付股息红利。

(6)代收代付其他约定款项。

第三，程序

委托者在委托信托机构代理收付款项业务时，均须提交收付款项的合法依据和有关单据，经信托机构审查同意后，委托者与信托机构签订代理收付款项协议书，明确代理收付款项的内容、范围、对象、时间、金额及方式。代理付款时，委托者应事先将代付款交存信托机构以备付支。信托机构代理收付款项时，只负责按协议办理具体的收付款项业务，不负责收付双方的任何经济纠纷。代理手续费由委托单位与信托机构按业务笔数或代理收付款金额大小协商确定。

2. 代清债权债务

代清债权债务又称清欠、清理旧欠或清算信托，是信托机构受委托者之托，代为办理财务清算的业务。如代为催收欠款、协助单位解决贷款过程中形成的相互拖欠、代收债权、代偿债务、分派剩余财产以及其它各种财务清算事务等。

第一，原则

(1)只对独立核算的单位办理此项业务。

(2)只承办合法的因交易往来结算中发生的拖欠款项，该款项没有任何经济纠纷。

(3)必须有充足的凭据。如债权、债务合同、业务往来协议等。

第二，方式

信托机构代理清理债权债务的方式一般有两种：

(1)函电清理。即信托机构利用分支机构或联行系统向债务人或债权人发函或发电催收或清偿(主要是催收)。

(2)派员清理。即信托机构派人与委托单位代表一起协助办理。

第三，收费

信托机构办理该项业务时应收取手续费，手续费主要有以下三种形式：

(1)受理手续费。信托机构在接受委托单位申请清理债权债务委托时，根据金额大小，每笔可收取约

定的受理手续费。这项手续费一般是根据办理业务中的实际花费(经办人员工资、差旅费、函电费等)加以确定,不管欠款是否收回,债务是否清偿,都必须收取管理手续费。

(2)清欠手续费。它是代理收回款项时,以实际收回金额按比例计收的手续费。根据制度规定,收回金额在10万以下(含10万元)的,收取1%手续费,超过10万元的部分,超过部分收取0.5%的手续费。

(3)议定手续费。除以上两项清理业务的手续费外,一般还要根据委托者和代理人之间的协商规定,收取议定手续费。如公司解散清算的手续费即属此类。

第四,种类

(1)代清债权——人欠款项。这是最主要的代理清理业务,又称催收款项。企事业单位在委托信托部门代清债权时,要向代理人提供有关的商品交易合同,货物发运单及其它有关资料,代理人经审查、同意后,双方签订代理清理债权的协议书,对催收的内容、方式、有效期限、催收费用、代理手续费及双方的权利义务做出明确的规定。代理人根据委托单位的要求和条件,负责向债务人催收拖欠的货款,并将催收情况和结果通知委托单位。但是,如果欠款单位确实因资金周转不灵,暂时无足够的资金偿还欠款,可由交易双方签订延期付款协议,并由欠款单位开户银行签证或承兑,保证按时归还欠款。如果在规定期限内,催收的欠款无法收回或没有达成还款协议,代理清理债权合同即告结束。

(2)代理债务——欠人款项。这是为债务人提供的代理清欠业务,即信托机构接受债务人的委托代其清理"欠人"款项的业务。债务人申请办理此项业务时,应向代理人介绍拖欠货款的情况和原因并提供有关的交易合同及有关文件资料,经代理人审查、同意后,双方共同商定清理措拖,签订协议。经代理人和债务人商洽,如同意偿付,且原定以托收承付方式清算货款的,可依旧用托收承付结算划回欠款。更多的情况是,债务人同意偿付但一时资金紧张,则采用约期付款方式结算并办理承兑汇票、必要时,经银行信贷部门同意,信托机构还可以给予临时性的贷款支持,以加速清理。

(3)代理公司解散清算。以上代理清欠业务主要是为尚可正常营业的企业提供的服务,而这里讲的代理公司解散清算则较为特别,它是为转入解散清算阶段的公司提供的代理业务。是信托机构受托为之代聘会计师清理原公司的债权债务,向社会公布公司的资产负债情况,代发股东的本金、股息及红利,代办国家法律规定的各种清理手续的业务。在办理清算过程中,如果发现公司的债务与债权不能相抵,则应转办破产管理信托——即信托机构受托为破产管理人,负责管理破产企业的财产,并处理一切与破产有关的事项。不包括这一项业务的代清债权债务可称为"狭义"的。

3. 代理资财保管

代理资财保管简称代理保管,是信托机构设置保管库,接受单位或个人的委托,代为保管各种贵重物品或单证的业务。

第一,保管范围

代理保管的标的物范围,在业务上有详细明确的规定,大致种类有:

(1)贵重物品。如黄金、白银、贵金属、首饰、文物、集邮薄、文艺品、珠宝翠钻、各种货币及珍重纪念品等等。

(2)重要物品。如合同、薄折、印章、图纸、文件、契约、证件、遗嘱等等。

(3)有价证券。如股票、债券、票据等等。

(4)其它物品。

第二,保管方式

保管方式一般分为露封保管、密封保管、出租保管箱等三种。有的把它分为两类三种,即露封保管和密封保管两类,密封保管又分为原封保管和出租保管箱两种。下面主要介绍我国出租保管箱业务的做法。

第三,业务规定

(1)办事代保管业务时,客户单位须持单位介绍信,属于个人的须交验本人身份证件(身份证、户口册、工作证等),并填写租赁书或保管申请,写明类别、租期等,客户应预留指定开箱人或个人印鉴,经信托机构审查同意后,发给约期内有效的租赁证或保管证为凭。

(2)租户根据所租的保管箱大小(大、中、小规

格),缴存保证金,作为确实遵守出租保管箱业务章程及日后修改条款之保证。

(3)租户不得自行将保管箱转让或转租他人。按章程规定中途退租外,租用以一年为期。

(4)信托机构在收妥租金、保证金、印鉴卡和租约后,方可将保管箱钥匙交给租用人。每一保管箱内均配有甲、乙两种钥匙,必须同时插入方可开箱。甲种钥匙是箱箱各异,并有正副两把,正把由租户收执、副把由租户会同信托机构封存,由信托机构保管。其乙种钥匙归信托机构收存,并随时会同租户开箱。

(5)在营业时间内,租户申请开箱时,必须由租户或其授权人填写开箱申请单,加盖预留印鉴并出示其身份证件或其它证明,如不符者,信托机构有权拒绝开箱。保管箱之开启,锁固、存入或取出物品,租户应自行注意,信托结构除负责开启及关闭库门、核对印鉴及陪同开启之外,其他事端,概不承担任何责任。信托机构认为有紧急情况时,即使在营业时间内,有权随时要求当时留在保管箱库内的任何人立即离开保管库和关闭库门。

(6)租户对保管箱钥匙必须妥善保管,直到退休时交还,如有遗失,应及时通知信托机构代配钥匙或换锁,所有费用均由租户承担,交款后方可将钥匙交付使用;如因凿箱使箱内物品受损时,信托机构不负责任。

(7)开箱人所预留印鉴丢失时,应立即以书面通知信托机构,并填具信托机构指定的表格,接受信托机构所提出的条件,否则,拒绝开箱。若信托机构在接到开箱人书面通知前,开箱人按规定具备一切手续来开箱取物所产生的损失,信托机构概不负责。

(8)租户及其授权人不得利用该箱作非法用途,或存放任何易燃品、易爆品、枪支弹药、腐蚀品、毒品及其它一切违禁物品,如因违反本规定导致信托机构及第三者蒙受损失时,租户应负赔偿责任。箱内所存放物品,因自然原因变质或损坏,以及非人为所能控制的因素导致损失时,信托机构概不负责。

(9)如有下列任何一种情况,信托机构可暂时拒绝租户或其授权人开启保管箱;

①申请开箱的印鉴与预留印鉴不符。

②开箱人与身份证不符。

③逾期仍不按规定交纳租金者。

(10)信托机构需要终止租约时,须提前一个月通知租户,租户应立即交还保管箱钥匙,付清租金,取回箱内物品。缴存的保证金,在退租时,待租户将箱钥匙交还并清除箱内物件后,方可交还;如有租金或其他费用未付清者,信托机构可在保证金内扣除。

(11)如租户亡故,信托机构未按时接到书面通知前,仍视为有效人。在接到通知后,根据具体情况,准许其代理律师或合法代理人开箱登记存物,直到其法定承办人办理退租为止,租金仍需照付。保管箱如系几个人联名租用,信托机构只承认其中一名代表为使用人,其他人员无权开箱。如代表人员突然身亡,信托机构将根据法院的裁决,或公证处公证的本人遗嘱上指定的合法继承人继承开箱权,否则,信托机构拒绝开箱。

(12)若当地政府或法院命令查封保管箱时,必须待撤销或解除后,租户方可照常使用该箱。在法院下令查封时,信托机构依法办事,其后果信托机构概不负责。信托机构及其工作人员,必须严格执行国家法律有关规定,保护租户的财物,并绝对为其保守秘密。

4. 代理证券发行

代理证券发行是指信托机构接受证券发行公司的委托,代为办理有价证券发行的各项有关事项的业务。我国信托机构代理发行的证券除了公司股票、公司债券之外还有代理的债券。西方发达国家的代理证券发行主要是为公司服务,故其公司代理就主要是证券发行代理业务。这里主要介绍我国代理证券发行业务的程序和作法。

欲发行股票或债券的企业应向信托机构提出代理发行申请,申请时应提供的文件有:集资申请书和集资章程,营业执照,上级主管部门的批文,上年度和本年度的财务报表及经济效益测算资料,项目可行性报告,当地人民银行的批文及其他文件。

信托机构接到申请后,审查发行的合法性及手续的完整性,同意受托后,即与委托者签订委托代理协议,协议中详细写明委托事项,双方的权利义务及经济责任。有时信托机构只是作为承销团的成员。如人民银行上海市公行规定,各类有价证券发行额在3000 万元以上的,必须由证券公司代理发行,或由

证券公司牵头组成联合承销团发行。此时，信托机构只是作为承销团的成员，与牵头的证券公司发生关系。

信托机构在代理发行单位发行了债券和股票后，有责任对发行单位实施必要的监督和管理，以保证债券、股票持有人的正当权益。

代理发行的手续费是信托公司的业务收入，目前各地收费率不尽相同，一般在2～4‰之间，视其发行方式，发行券种而定。

除代理发行证券外，信托机构还向客户提供过户、交易、支付等各种相关的代理业务。

5. 代理公司组建

代理公司组建是信托机构按公司筹建者的委托，代为办理有关外部手续，代理建立内部各项制度的业务。代理公司组建只是信托机构代办有关筹建事务，至于公司的性质，经营范围和规模，经营过程和成果等都与代理人无关，因而其代理业务的范围，代理期限都是有限的。

第一，代理内容

(1)代理建立内部财务制度。包括为其设计制定有关财务、会计的规章制度，培训会计财务人员等。

(2)代理建立内部管理制度。如劳动用工制度、人事制度、组织机构等等。

(3)代理办理有关外部事务。如向工商行政管理部门申请营业执照事宜，代向税务机关申请税务登记事宜、代向银行开立帐户等。

(4)代理其他双方商定的事务。

第二，代理程序

(1)委托者向信托机构提出代理的申请，填写代理申请书，说明公司的性质、经营范围、种类、方式、资金来源，并且要有主管部门的批文等。

(2)信托机构接到申请后，对申请人的资格及新公司的组建条件进行审查。

(3)审查合格后，双方在公证部门的监督下，签订"代理协议书"，以明确代理事务的范围、程度及双方的权利、责任和义务等。

(4)信托机构依照"代理协议书"的规定办理代理新公司组建的各项业务。

(5)新建公司在有关部门验收合格后，信托公司依照协议书的规定，收取代理手续费，双方代理及委托的关系即告结束。

6. 信用担保业务

信用担保是指信托机构为个人或法人提供信用担保，委托人利用信托机构资力雄厚、信誉卓著的优越条件，托其担保本人能履行义务，能保障债权人应享权利实现的一种社会服务，担保是一种法律形式，是对赔偿经济损失的承诺或保证，应负相应的法律责任。信托机构的信用担保业务，是一种"双重担保制度"，又称"间接保证"。即客户委托信托机构要求提供的信用担保，信托机构只负一定数额的有限"连带责任"，不超过客户事先向信托机构交付的金钱保证数额或相应的实物保证。信托机构经办的信用保证业务，主要有以下几种：

第一，保证付款的信用担保业务

信托机构代客保证付款的做法有：

(1)由信托机构签发保证付款的凭证，通称"信用证L/C"。这也是当前国内商品交易或国际贸易中最主要的一种支付方式，是一种利用信托机构的信用保证来代替商业信用的一种做法。只要销货方提供的有关单据与"信用证"条款相符，信托机构就保证付款。此种信用担保，信托机构要求委托人交存数额相当的保证金作为保证，也是一般银行常用的结算方式。

(2)信托机构参加交易合同签证的保证付款方式。这是指信托机构为购货方提供付款的信用保证，如购货方不能按合同规定按期付款，按数付款，信托机构即承担经济责任，代购货方照约付款。此种信用保证，信托机构要求委托人提供抵押物品。信托机构如有委托人的帐户，则可在帐户中扣清垫付的货款。

第二，监督付款的信用担保业务

信托机构代客监督付款的业务是指委托人应购销双方的共同请求而发生的信用担保业务。信托机构参与购销双方的经济协议，并签证担保购货方按质、按数、按期发货，购货方应遵约按期交付货款。这种业务实质上是利用信托机构的信用，督促经济合同的执行，信托机构不承担其他经济责任。

第三，投标签证的信用保证业务

投标签证的信用保证方式主要用于工程项目和设备订货的投标保证。客户提请要求办理投标信用担保时，信托机构必须对投标客户的资金、信用和技

术情况进行可行性调查分析，把审查的重点放在投标客户的支付能力及信用状况上。客户申请投标签证时要说明工程的内容或交易的内容，如招标的条件、技术要求、价格估算、投标的期限等。经过信托机构的分析论证，然后才正式签发"信用签证书"。

第四，国外担保见证业务

国外担保见证业务是指由经营外汇的信托机构，代客户办理向国外借款、承包工程建设、投标以及履行等对外经济往来的信用担保和见证业务。凡是国际上习惯运用的各种形式和内容的担保，信托机构都可以根据自身的条件和资力出具保函、见证书和在有关契约文件上签具作保证人。客户向信托机构申请开立担保、见证的文书，必须交纳与保函金额相同的外汇作担保。如国外企业根据所订合同、保函内容提出合理索赔时，信托机构能立即履行担保责任。信托机构办理此类业务必须落实确切的外汇保证，否则不应开具保函或见证书。因为信托机构出具任何保函、见证书或在合同、契约上作见证人，都应负法律责任。

7. 代理会计事务

代理会计事务是信托机构接受企、事业单位的委托，代为办理会计事务的业务。该项业务以原联邦德国最为发达。随着会计师事务所的发展，信托机构的这项业务量呈下降趋势。我国承办的代理项目主要有：为新建企业建立会计制度和帐务，办理查帐事宜，为关停企业清理帐目，代为培训会计人员等。

8. 代理保险业务

代理保险业务是信托机构受托办理保险事务的业务。在我国，目前这项由信托机构代理的业务已很少了。

信托机构接受保险公司的委托，以保险公司代办处或代理点的名义代为办理财产保险和人身保险业务。信托机构作为代办性质，在其代办险种的范围内，一旦保险标的物遭受损失，应由保险公司予以赔偿，信托机构不承担经济责任。对信托公司来讲，代办保险业务，扩大了业务经营的种类，也可以从中收取一定的手续费。

六、租赁业务

1. 租赁的概念

租赁，是指有偿出让物件使用权的经济行为。从租赁的产生和发展看，贯彻其始终的一个基本意思是"收益源于使用财产而非拥有财产"，俗说"借鸡生蛋"。

我们今天所说的租赁是指50年代以后兴起于西方世界的"以设备等动产租赁为主，将金融与贸易相结合"的现代租赁。然而以最初的简单合作行为到当代的融资租赁活动经历了的漫长的历史时期。租赁的演变过程大致可分为四个阶段：

(1)古代租赁。古代租赁是指产生于原始社会末期和奴隶社会的以实物信用为标志的不完整形态的租赁。古代租赁的标的物都是一些劳动工具、牲畜、货物等实物，这些产物财产或者是在部落战争中俘获的，或者是氏族首领凭借权力占有的。

(2)传统租赁。传统租赁是以获得出租物的使用价值，在出租人和承租人双方签订一定的契约，并规定相应报酬条件为前提的租赁信用。传统租赁是封建社会的租赁形式，租赁的标的物主要是土地和房产，租赁的契约分别称为"地契"和"房契"，传统租赁以获得出租物的使用价值为目的。

(3)近代租赁。近代租赁是以制造商生产的自家设备为租赁标的物，以跃进销售为主要目的的租赁信用。近代租赁产生于封建社会末期的资本主义商品经济的不断发展和完善时期，盛行于19世纪。19世纪30～40年代，伦敦第一条铁路被租给东南铁路公司，1887年美国贝尔电话公司开始电话机的租赁业务。

(4)现代租赁。现代租赁是指租赁公司参与经营以资金融通为核心的租赁信用。现代租赁的产生以1952年美国金融贴现公司(美国租赁公司前身)在旧金山的成立为标志。现代租赁与近代租赁的主要区别是：

①现代租赁是以融资性租赁为核心的租赁信用形式，承租人不仅通过租赁取得了租物的使用价值，更重要的是将租赁信用作为一种融通资金的手段，使租赁发展到"融资和融物"相结合的现代形式。

②现代租赁是借助于信用中介机构—租赁公司而发展起来的租赁形式，它克服了近代租赁中承租人自由选择的空间较小，不能根据自己的需求进行租赁的弊端。

2. 租赁的特点

现代租赁即金融租赁具有如下几个特点：

第一，设备中所有权与使用权的分离

在金融租赁中，虽然设备是承租人指定的，由出租方出资购买，但在约定的租期内，设备的所有权仍属于出租人，承租人获得的是设备的使用权，并且承租人对租用设备有维修、保养，使之处于良好状态的义务。期满之后，承租人可享有留购、续租、退租或另订租的等多种选择。金融租赁这种两权分离是在资金和实物形态相结合的基础上的分离，一方面是结合得更紧密，另一方面是分离得更彻底。

第二，资金运动和物资运动相结合

金融租赁是以商品形态和资金形态相结合提供的信用，它在向企业出租设备的同时，解决了企业的资金需求，具有信用与贸易双重性质。它不同于一般的借钱还钱、借物还物的信用形式，而是借物还钱，以分期付租金的方式来体现。租赁机构在这里同时兼有金融机构和贸易机构的双重职能。

第三，至少涉及三个方面的关系，包括两个或两个以上的合同

三个方面的关系，是指出租方、承租方和供货方，出租方根据承租方的要求，出资向供货方购买设备，同时将所购得的设备出租给承租方使用，承租方按期交付租金补偿出租方所支付的设备成本、利息和一定的利润。两个合同是指出租方和承租方签订的合同以及出租方与供货方订立的合同，有时出租方还得和银行签订借款合同。若涉及的是国际转租赁，通常需要订立四个方面的合同，即甲国租赁公司与供货方的合同，甲国租赁公司与乙国租赁公司的转让合同、甲国租赁公司与乙国租赁公司的回租合同、乙国租赁公司与承租方的合同等。

第四，租赁合同为不可撤销的合同

租赁合同一经签订，双方就有义务遵守，任何一方不得随意撤销，为的是保护双方权益。承租方不能因为市场利率降低而在租期未满前提前终止合同，转向其它方式筹借低利资金以归还租金。承租方也不能因为有了新型设备而撤销合同、退还设备，因为融资租赁的设备是出租方专为承租方购买的，是由承租方选定的。

第五，承租方对设备和供货商具有选择的权利和责任

在金融租赁中，承租方有权选择所需的设备及生产厂家、供货商，出租方只是根据承租方的要求出资购进设备，然后租给承租方使用，因此对于设备的质量、规格、数量以及技术上的鉴定验收等都由承租方负责。但是，出租方为了保障其利益，也可以拒绝承购一些不合适的设备。

第六，其他

如承租方对设备的保养、维修、保险和过时风险承担责任，租期满后，承租方可进行留购、续租或退租的选择，以及租金的分期回流等等。

3. 租赁的种类

第一，融资性租赁和经营性租赁

这是从租赁的目的和收回数量的角度分类的。融资性租赁又称金融租赁，经营性租赁又称为管理租赁。

(1)融资性租赁。它是出租人购买承租人选定的设备，并将它出租给承组人，在一定时期限内有偿使用的一种资金融通方式，承租人在租期结束以后，向出租人支付一定的产权转让费(或称名义货价)，租赁设备即归承租人所有。

(2)经营性租赁。它是承租人只为了在一定时期内获取某种物件的使用权，租期结束后，租赁物件仍要退回出租人，这类租赁物件多为通用设备。

另外，有的还分出一种“服务性租赁”，即兼有融资性租凭和经营性租赁两种性质的一种租赁，即融资性租赁再加上技术及维修的租赁服务。

第二，直接租赁、转租、回租

这是按设备租赁的资金来源和付款对象进行分类的，其中转租即转租赁，回租即售后回租，直接租赁又称自营租赁。

(1)直接租赁。这是购进租出的做法，即由出租人用资金市场上筹措到的资金，向制造厂商支付货款，购进设备后直接出租给承租人。租赁期间，产权属出租人，租赁期满，承租人按设备残值向出租人支付产权转让费取得设备所有权，租入设备的维修，保养及保险由承租人负担。租赁期内有关各方不得中途解约。

(2)转租。转租是租进租出的做法，即租赁公司同时兼备承租人和出租人双重身份的一种租赁形

式。由出租人从一家租赁公司或从制造厂商租进一项设备后转租给租用人。转租的中间租赁公司承租的设备必须专门用于转租他人使用。设备的所有者与使用者之间,没有直接的经济或法律关系。

(3)回租。回租是企业急需筹措资金用于新的设备投资时,可以先把自己拥有的设备按现值(净值)卖给租赁公司,再作为承租人向租赁公司租回原设备继续使用,并按期向租赁公司支付租金,回租实际上是一种紧急融资的方式。

第三,单一投资租赁和杠杆租赁

这是按购置租赁设备的出资比例进行分类的。杠杆租赁又称衡平租赁

(1)单一投资租赁。单一投资租赁是指设备的购置成本百分之一百由出租人独自承担的租赁业务,是一种传统的、基本的租赁业务。

(2)杠杆租赁。杠杆租赁是指设备的购置成本的小部分由出租人投资承担,大部分由银行等金融机构提供贷款补足的租赁业务。它是近10年来首先在美国发展起来的最高级的一种租赁业务。1980年初,中国民航在中信公司的推荐下,在国内首先以杠杆租赁方式从美国租进了第一架波音747飞机。

此外,还可以按其他标准分类。如按是否有税收优惠,可分为有税收优惠的节税租赁和没有税收优惠的销售式租赁两种。按租赁跨越的地区分,可分为国内租赁、国际租赁和租赁的国际业务。

4. 租赁的程序

多种形式的金融租赁业务处理程序不尽一致,这里仅介绍一般性的业务处理程序。

第一,前期准备阶段

企业决定技术改造时,通常面临着以下几个方面的选择:

(1)选择技术改造方式,即选择购买方式还是租赁方式更符合项目所需。

(2)选择合适设备。若决定了用租赁方式以后,企业应考虑或决定是选用国产设备还是引进国外设备。目前,我国经营的设备租赁多是进口直接租赁业务。

(3)选择租赁公司。企业根据自身需要,选择某一有经营租赁资格的经有关部门正式批准的租赁公司,委托其办理有关租赁业务。

第二,委托租赁阶段

企业根据自身所需确定拟委托租赁的技术、设备,向租赁公司递交下列文件,提出委托:

(1)项目建议书和按国家规定的审批单位批准纳入计划的批件。

(2)可行性研究报告或设计任务书和有权部门批准的批件。

(3)还款计划落实证明文件(外汇批准件、配套人民币批准件等)。

(4)承租企业的工商登记证明文件和承租企业的有关财务报表资料。

(5)承租企业的担保单位或担保人的资信及担保能力证明。

(6)填写租赁委托书,并由有关机构审批。

第三,对外谈判阶段

租赁公司审核上述文件资料,并经研究同意后,即在委托书上签字盖章,正式接受承租人的委托。受托后即进入对外谈判阶段,谈判的主要内容有两项:

(1)技术判断。承租企业根据自己的需要选定了所租赁和供货厂商,还需要就所需设备的有关技术方面的问题与供货厂商进行谈判。其内容包括技术交流、租赁物件的规格、型号、数量、性能、质量保证、需备件交货期、技术服务等。技术谈判一般以承租企业为主,租赁公司参加。

(2)商务谈判。在技术谈判的基础上,以租赁公司为主、承租企业参加,进行商务谈判。谈判的主要内容包括:设备的价格,设备的交货期,运交、复验、索赔、保险与仲裁和付款方式等等。

第四,签订合同阶段

在技术谈判和商务谈判的基础上,一般要签订两个合同:

(1)购货合同。租赁公司根据谈判的结果,经承租企业确认后,与供货厂商签订购买技术设备的合同。

(2)租赁合同。租赁合同是租赁公司与承租企业签订的。租赁合同最主要的内容有:租赁费率的确定,租赁期限的确定,租赁报酬(租金)的支付方式的确定,以及租赁期满以后设备所有权的处理问题等。

第五,引进设备阶段

签订合同以后便是执行合同。执行合同主要经

过引进交付设备阶段和使用设备支付租金阶段。引进设备阶段是指租赁公司根据合同筹措用于购买租赁设备所需的资金，并向供货厂商支付定金，然后，供应厂商向承租企业发货并由租赁公司付款，安排运输，设备到货组织安装等等。在整个过程中应注意的主要事项有：减免税及把关等事务，租赁设备的交货及验收，租赁设备的保险事务等。

第六，支付租金阶段

从承租之日开始，承租企业应按租赁合同的有关规定，向租赁公司定期支付租金。应注意的是实际支付的租金应该是合同中规定的租金略加调整确定的（根据合同签订过程及以后阶段发生的应计入租金的部分费用调整）。

5. 租赁中的法律问题

对金融租赁，我国目前尚无专门的、统一的法律。涉及有关法律问题，只是在《经济合同法》、《民法通则》以及财政部、各专业银行自行制定的金融租赁业务暂行办法中，作了一些原则性的规定。

（1）《经济合同法》中的有关规定。《经济合同法》（1981 年 12 月 31 日）第二章第二十三条，对租赁合同的内涵作了如下规定：财产租赁合同，应明确规定租赁财产的名称、数量、用途、租赁期限、租金和租金交纳期限、租赁期间财产维护保修的责任，违约责任等条款。出租方应按照合同规定时间和标准，将出租的财产交给承租方使用，如果出租方对财产的所有权转移给第三方时，租赁合同对财产新的所有方仍然有效。承租方因工作需要，可以把租赁物转移给第三方承租使用，但必须征得出租方的同意。有关收取租金的标准，在法律上尚无明确规定，当事人之间可以根据国家有关规定协商确立。在其第四章第四十四条中，对承租方和出租方应负的法律责任分别作了详细规定。

（2）《民法通则》中的适用条款。金融租赁可适用《民法通则》的情况主要是，在发生租赁合同纠纷且经合同管理机关调解或仲裁无效时，可依法向人民法院起诉，法院依据《民法通则》的有关条款对租赁合同纠纷作出裁决。

（3）其他规定。财政部与各专业银行自行制定的“金融租赁业务执行办法”只是内部文件，它们不仅缺乏重要的权威性，而且这些文件的某项规定还相互抵触。目前，我国金融租赁的立法管理还不完善，难以适应金融租赁业的发展，有待于加强。

6. 国际金融租赁的法律问题

由于国际金融租赁的当事人分别隶属于不同的国家，并受不同的国内立法管理，因而有关金融租赁的法律问题更趋复杂化。限于篇幅，这里就国际金融租赁实务中普遍、影响较广的法规名称简单地列示如下：

（1）立法管理。1980 年 10 月国际统一税法研究所草拟，1986 年二稿、1987 年三稿的《租赁契约统一法规》、美国投资咨询委员会研制的标准租赁合同。

（2）相关的交易法规。主要是一些国际商事法规或单行条例，如国际商会颁布的《跟单信用证统一惯例》、《国际贸易术语解释通则》、联合国国际贸易法律委员会的《联合国国际货物销售合同公约》以及《美国统一商法》等。

（3）国际间租赁的争议解决方式。主要有两种形式：一是司法诉讼；二是仲裁。前者适用的主要法规是《纽约法》，后者适用的主要法规有：《联合国国际贸易法律委员会仲裁规则》、《美国仲裁协会法规》、《国际商会法规》以及联合国承认的《承认及执行外国仲裁裁决公约》（又称 1958 年《纽约公约》等）。

7. 金融租赁的税务问题

金融租赁业务的迅速发展，除了其本身的特点外，与各国政府的一系列优惠、扶持政策是分不开的，其中最为奏效的措施就是税务政策上的优惠。它不但使租赁各方都可以从国家规定的纳税减免办法中得到好处，而且还能调动租赁经营者和企业采用租赁方式的积极性，从而推动租赁业的发展。

第一，中国对金融租赁的税务政策

根据现行的租赁法规，我国租赁业务的征税主要分两种情况处理。

（1）对外商投资企业的租赁公司的税收适用于《外商投资企业所得税法》，征收所得税另外按租金收入额交纳营业税（工商统一税）。

（2）对国内租赁机构的征税依据主要有：财政部《关于银行及其它金融机构经营的融资租赁业务征税问题的通知》、《关于国营企业租赁费用财务处理的规定》，海关总署对企业以租赁方式引进技术设备应缴纳的关税也有一些优惠规定。

第二,国外对金融租赁的税务政策

(1)美国。美国政策对金融租赁业采取的税收奖励措施有两种形式,即百分之十的投资税收减免和加速折旧扣除,这些措施主要体现在《经济复原法》(1981 年)和《产权和财政责任课税法》(1982 年)等有关法律条款中。1984 年的《减少赤字税法》颁布后,投资减免税不再生效,税收折旧扣除允许以较低的比率进行。

(2)英国。英国对金融租赁业的税收优惠政策主要体现在 1980 年的《金融法》中的有关条款中。

(3)日本。日本对租赁业税务上的问题,主要依据 1978 年 7 月日本税所采用通知方式分布的"关于租赁交易的法人税和所得税的处理"之中。

第三,国际间金融租赁的税务问题

跨国金融租赁以及金融租赁的国际业务都涉及到税务问题,因此有关金融租赁的当事人必须注意这些双边甚至是多边的国际税务问题。在国际税收中,一般将租金视为特别权使用费处理。若出租人和承租人在他们的所在国被看作是资产的纳税所有人,那么就有必要研究税收的双重漏滴问题。

8. 金融租赁保险

金融租赁保险是保障金融租赁业务顺利发展的必不可少的条件,它是对金融租赁物在运输、装卸、存储、安装、试车以及租赁物在租赁期内的使用过程中,可能遭受的风险损失进行经济补偿的一种措施。通过保险可以将不定的损失转化为固定的费用,保险费支出可列入成本,一旦发生意外事故,就能及时得到保险赔偿的弥补,保证租赁经营的顺利进行。

第一,金融租赁风险

金融租赁风险涉及外资、金融、法律、交通运输、物资供应和企业管理等诸多环节,因而必然存在着许多风险。主要有:经营性风险、自然灾害风险、政治风险、技术落后风险、全能风险等等。

第二,金融租赁保险

(1)货物运输保险。凡进口的设备,在一开始就要办理有关货物运输保险,这些保险包括:

①海洋运输保险(平安险、水渍险、一切险及附加险等);

②航空运输保险(包括航空租赁物运输保险及航空运输战争险);

③陆地运输保险。

(2)租期内租赁物保险。

①财产保险;

②盗窃险;

③建筑工程一切险;

④安装工程一切险;

⑤机器损坏险;

⑥一揽子保险等。

第三,金融租赁保险期限

保险的期限是自交纳保险费日至租赁合同期满时止。如由承租人投保,应在租赁期内按期向保险公司支付保险费,以保持保险单在保期内生效,并应向出租人揭示交保险费的收据,承租人不得在租赁期间撤销保险。

第四,金融租赁保险索赔

凡租赁期内如发生保险事故,承租人应立即以书面形式向保险公司提出索赔。索赔程序为:报案;填具出险通知书;提供有关索赔单证;领取赔款;开具权益转让书。

从保险公司角度看,理赔应包括五个程序,即:损失通知(接收报案)、损失勘查,核定损失,损失处理,给付赔款。

七、咨询业务

咨询业务是信托机构或其他机构接受委托,为委托者提供有关市场的客户情况,回答询问,以作决策依据的一种服务性业务。

金融机构根据其业务特点和有利条件,为委托者提供的信息咨询业务主要是有关信用方面的,故称其为"征信",即对信用的调整、分析和证实。专门查证企业单位的信用是否可靠的机构称为征信所。80 年代以来,虽然中国人民银行规定咨询业务是信托机构的业务之一,但是除中国银行成立咨询信托公司,以咨询为其主要业务外,其他各行的信托部门受理咨询业务的不多,只是成立了信息处,负责搜集信息,受理咨询业务。

1. 咨询业务的特点

信托机构向委托者提供的咨询业务有如下特点:

(1)系统性和广泛性。金融机构是资金运动的中

枢，通过对众多单位，企业的存、贷款，资金收付等业务活动，既能了解各部门、各企业的生产经营状况，企业的信用程度，又能了解市场变化的趋势。这种枢纽的作用使得大量的经济信息反馈到金融咨询机构，金融咨询机构可通过这些材料，信息汇总加工成有价值的广泛而系统的信息为社会服务。

（2）权威性和可靠性。金融咨询机构一般拥有一些熟悉金融企业管理、精通资金融通技术、了解生产和经营等业务的较为全面的专门人才和聘请的经营、技术、法律顾问，所以，金融咨询机构在获取了大量的信息的基础上，通过这些专家分析、研究、整理出的信息具有一定的权威性。而且金融咨询机构是独立的法人，还是经营货币的特殊企业，因此具有很大的超脱性。咨询机构与其它企业没有直接的利益冲突，企业为了自身的资金安全和收益愿意向金融信托咨询机构提供或了解信息，委托其对与自己往来的企业进行必要的征信调查。由于金融咨询机构所处的超脱地位，决定了咨询征信工作具有相对的独立性，能够更客观地去观察和分析问题，并以调查研究、经济数据为基础作出结论，因而其信息或结论具有可靠性。广泛性和系统性，权威性和可靠性的特点决定了这些信息具有有用性。

2. 咨询业务种类

咨询业务按其内容可分为信用咨询、经济咨询、管理咨询和技术咨询，按其经常性与否可分为临时咨询和常年咨询。

第一，信用咨询

（1）资金信用调查。资金信用调查一般简称为资信调查或资信咨询。它主要是为适应商品购销双方在交易中及时了解对方的信用程度、支付能力、运输条件、交货情况、执行结算等情况迫切需求而提供的咨询业务。资信咨询是最主要的一种信用咨询，因而，有时资信咨询指的就是信用咨询。

①服务种类。服务种类按资信承担的经济责任可分为：

其一为一般资信咨询，只为委托单位提供交易对方的经营情况，付款或交货信用的能力。

其二为风险资信咨询。除对委托单位提供交易对方一般资信咨询情况外，并负有监督、保证按期付款或交货的经济责任。

②业务范围。其一为先货后款资信。提供先货后款，分期付款等资信状况的咨询。

其二为先款后贷资信。提供产品预定，预购或代定、代购能否按期交货的资信咨询。

其三为鉴定合同、横向联合、投标投资及其它资信咨询。如国外企业或负责人的资信情况等。

（2）信用等级评估。信用等级评估，是为企业评估信用等级、促进企业提高经营管理水平，并为银行贯彻“区别对待、择优扶持”的信贷原则提供依据的规范性咨询业务。

①评估范围。凡在工商行政管理局登记注册、经营管理情况良好、经营效益较高的企业，均可成为评估的对象。

②评估标准。为了全面反映企业信用状况，应从企业的资金信用、经济效益、经营管理、企业发展前景等四个方面确定具体的评估标准和分值。现行企业信用等级分为四级；特级、一级、二级和三级，三级以下者不评等级（即属信用较差的企业）。

③评估内容。以评估期之前三年企业的经营活动情况，评估年度的计划安排情况为素材，按信用评估标准为依据进行评估，写出评估报告。评估报告内容主要有以下部分：企业概况、资信评估、经济效益评估、经营管理能力评估、企业发展前景预测、企业信用状况总评价等。

④评估程度。

A. 受理项目；

B. 组织评估（包括组成评估小组、安排评估计划、深入企业调查、撰写评估报告）；

C. 组织评审（包括成立评审小组、组织评审工作和审定批准工作）；

D. 咨询部门审定；

E. 咨询部门按年对企业信用状况进行评估（因为咨询部门颁布《优良信用证书》有效期为一年）；

F. 重新评估。

（3）一般信用评估。企业的信用等级评估主要是为银行放款服务的定期的规范性评审咨询业务，而一般信用评估侧重可为保护投资者利益，对发行股票、债券的企业进行的信用评估，评估工作跟“企业信用等级评估”相似，不同的是应接受证券监督管理委员会的监督和管理。

第二,经济咨询

信用当然属于经济咨询的范围,因而这里的经济咨询主要是指提供一般经济(除信用之外)信息(如金融政策、金融市场、商品市场等)的咨询业务。经济咨询可分为金融咨询、商情咨询、投资咨询和客户介绍等几种。

(1)金融咨询。金融咨询是指金融信托机构承办客户有关金融业务方面的咨询事项,主要有政策方面的和市场方面的。如向客户提供有关金融方针、政策和法规制度(包括国内、国外)的咨询,介绍国内外银行业务的具体疑难问题。向客户介绍或选择资金的结算方式,介绍金融领域新开辟业务的基本理论和操作方法。分析和预测国内外货市利率的变化趋势以及国内外金融市场动态(如汇率变动、股份指数的变化以及其它金融市场行情),了解国内外金融市场的发展状况及发展趋势,各种信用工具的功能及利率调整变化等等。

(2)商情咨询。商情咨询是信托机构接受客户的委托,提供有关国内外市场行情、商品价格、贸易政策和做法(可统称之为商品市场行情)等方面情况和资料的业务。具体些说,其内容主要有:调查分析某产品在国内外市场的销售状况,销售信息反馈的销售趋势预测,了解一个厂家的产品与其它同类产品在质量、品种、价格、服务等方面的差异,为客户在合理组织生产、提高产品质量、增加花色品种或改善经营管理等方面提出建议,互通国内外商品的价格、销售渠道和销售信息,调查世界各主要国家和地区的贸易政策、法令和业务做法等等。

(3)投资咨询。投资咨询是指信托机构接受客户的委托,提供有关项目投资或合作投资等方面的有关信息的咨询。其业务的主要内容有:受托对投资者的项目进行市场调查或预测,投资机会性分析、风险性分析、初步可行性研究和评价,最终可行性调查等,为投资者提供可供选择方案,草拟、修改有关投资的合同、协议、公司章程等文件。其中最主要的是投资的经济可行性和技术合理性分析的咨询业务。

(4)介绍客户。信托机构利用自身业务联系面广、信息灵通和反映灵敏等优势,作为介绍人为国内经济联合体以及中外合资、合作企业等客户“穿针引线”、“搭桥铺路”,通过联络介绍,沟通双方意图,协助企业商谈,促使达成协议。具体业务内容包括:为国外客户在国内寻找适当的合资经营、补偿贸易、来料加工、来件装配等经济合作对象,受理国内企业单位委托在国外或国内其它地区、行业物色资信较好、经营能力较强的合作对象,扩大经济联合或贸易活动。

第三,管理咨询

管理咨询是由专门人员根据企业的要求,运用科学方式调查研究,对企业经营管理中存在的问题进行定性和定量分析,提出切合实际的改善企业管理状况的建议,并可在实施中进行指导的活动。企业管理咨询起源于美国,50 年代传入日本,80 年代进入我国。管理咨询是提高企业经营管理水平的一种有效手段,它可以在较短时间内对企业综合经营管理工作中的问题或某一管理系统中的问题提出解决办法。实施后一般都能取得效果。管理咨询适用于企业经营管理水平的各个阶段,也同样适用于事业单位。

(1)咨询种类。以咨询对象分,可分为行业咨询和企业咨询;以咨询时间分,可分为短期咨询和长期咨询。短期咨询是指一次性的管理咨询,时间一般在一个月以内,提出建议或完成实施方案后,咨询工作就告结束。长期咨询是指企业聘请个人或委托咨询机构,供企业长期咨询,时间一般由双方商定,可以延长或中途终止。

(2)咨询内容。①综合管理咨询。是指企业对经营管理的全过程进行咨询,或对其经营方针的咨询。

②专题管理咨询。是指对企业经营管理的一个方面、一个系统的咨询。例如,企业组织机构的设置,应用计算机进行经营管理、生产作业管理、市场营销与新产品开发,产品质量管理,尤其是财力和成本方面的咨询。

财力管理咨询是信托机构接受企业的委托,深入到企业、运用科学的方法对其财务管理方面存在的问题进行分析研究、找出原因、为解决财力管理问题提供最佳方案。财力管理咨询的主要内容有:根据政府的有关政策和市场的实际情况,对企业日常生产经营资金的需要进行预测、安排筹措渠道,制定资金使用计划,建立健全财务的各项规章制度,分析资金、费用耗用的原因,对企业资金、成本、费用等主要经济指标进行考核,对企业经营状况进行综合评价等。

第四,技术咨询

技术咨询是信托机构受托代为办理工交、财贸等企事业单位在科研、工程、技术等方面的疑难问

题,或者为寻求技术成果转让以及购买专利等提供咨询服务。信托机构办理此项业务,一般需要聘请有关专家,与科研单位共同完成。为了更好地开展此项工作,信托机构可以跟技术力量雄厚的科研单位将技术咨询的协作关系固定下来。

3. 咨询业务中的其他方面问题

第一,咨询的一般程序

(1)申请咨询。单位或个人在信托机构进行经济咨询时,首先要填制"咨询申请书",详细列明咨询的对象、事项以及咨询的要求。

(2)订立合同。信托机构审查同意后,双方订立咨询合同,明确规定咨询的详细内容、要求、期限、咨询业务费用、咨询手续费、双方的权利、义务等有关条款。

(3)执行合同。信托机构根据合同要求,将已有的或专门调查收集的信息和资料进行综合整理,按期提交客户委托的数据资料或咨询报告。

第二,业务报酬

信托机构提供咨询服务,取得的报酬有两部分:其一是咨询业务费,包括经办人员工资、差旅费、资料费、印刷费、通讯费、会议费、专家津贴、转咨询费以及部分管理费等,其二是咨询手续费,一般可按咨询业务费总额的20～30%计收。

业务报酬的计收方法有两种,其一是对能够直接计算或估算经济效益的咨询项目,业务报酬可按经济效益总额的一定比例计收,具体比例由双方协商确定;其二是对难以直接计算经济效益的项目,则按咨询业务费加咨询手续费计收。

八、我国主要的国际信托投资业务

我国信托机构的国际信托投资业务主要有:接受国内企、事业单位、外国金融机构、经济组织的委托,开展合资经营、合作经营、补偿贸易等各种形式的中外经济技术合作与交流;通过发行国际债券筹集外汇资金;经营国际金融租赁和海外房地产业务;提供咨询服务和接受代理委托的其它业务。

1. 国际信托投资业务

国际信托投资业务是我国信托机构经营国际业务时的一项重要业务。这里所讲的是广义的信托投资,既包括国际信托投资机构引进资金、接受委托、按指定的对象、指定用途进行的委托投资业务,也包括国际信托投资机构用其自有资金和吸收国内外其它信托投资来源,以投资者身份向企业进行的信托投资。

第一,国际信托投资方式

由于投资资金来源不同,投资者所取得的收益不同,各自承担的风险也不同。按此诸多不同,现行国际信托投资主要有以下一些不同的方式。

(1)股份式投资。股份式投资中,投资者按整个出资额的一定比例投入资金并取得同比例股权。投资者按此比例分享利润,承担风险。三资企业中的中外合资企业都属于典型的股份式投资形式。股份式投资中,投资各方的利益和风险集中体现在"共同投资、共同经营、共负盈亏、共担风险"十六个字上。

(2)契约式投资。国际信托投资中的契约式投资与国内信托投资业务中的契约式投资相似。契约式投资中,各方的投资额一般不作价、不折成股份。但是各方的权利、责任和义务仍是以各自提供的资金、技术、资源、土地、劳动力等为基础,并通过契约加以固定,依此行使其各自的权利、义务,三资企业中的中外合作企业就是典型的契约式投资形式。

(3)外商独资企业。外商独资企业是指金融信托机构协助外商,100%的利用外国资本所办企业。世界上许多国家为了使其境内企业不致完全被外国投资者所控制,明文规定外资在企业中所能拥有股权的最高限额。这个限额一般定义为49%。但也有例外的情况,如我国对外资股权上限就未作规定,甚至允许占有100%的股权。外资拥有100%股权的企业都是外商独资企业。

(4)海外投资企业。海外投资企业是指通过国际信托投资机构在海外举办的企业。海外企业亦包括合营企业与独资企业。按上述分类方法,合营企业也可以分为合资企业和合作企业。建立和经营海外企业,可以扩大我国机器设备等各种制成品和半制成品及原料的出口;还可以参与东道国的资源开发;同时利用国外销售网络,还可以促进我国产品占有世界市场份额;也可以利用海外企业向国外金融机构取得贷款,从而利用国外资金为本国创汇等。

吸引国外直接投资和发展对外直接投资都是利用外资的重要形式,因此,国际信托投资机构在开办此项业务时,要双管齐下。

第二,举办中外合资企业的程序

中外合资企业是我国国际信托投资机构开办得较早而且较好的业务,现以此类企业为例,介绍合资企业举办的程序。

(1)项目建议书。设立一个合资企业首先要提出项目建议书,也叫立项。项目建议书中要载明合营的目的、合资对象、经营范围、生产规模、投资总额及方

式、引进的技术、进口的设备和经济效果，以及合营的基本条件等计划内容，并上报审批。

（2）可行性研究。项目建议书经批准后，须对项目进行可行性研究。

（3）合同章程的起草、谈判和签约。项目建议书批准以后，即可进行此项工作。

（4）审批。各方签署的合同章程，送经贸部（委）审批。包括：①项目建议书及批复；②可行性研究报告及批复；③已签署的合同章程及附件；④第一届董事会人选名单；⑤中方合营者主管部门和政府机关对合营企业签署的意见。

第三，办理此项业务应注意的要点

（1）要注意投资环境。接受投资的国家或地区政治是否稳定；法律是否健全，能否保证投资者获得较好的合法利润；接受投资国的市场情况、资源条件、配套设施等。

（2）要注意外资投向。外资投向要与国家产业政策相一致；利用外资使行业结构合理化。

2. 在境外发行和代理发行外币有价证券

这是指有外汇业务经营权的信托机构为筹集长期资金，在境外国际债券市场上发行有价证券的业务。

第一，国际债券

（1）外国债券和欧洲债券。国际债券可分为外国债券和欧洲债券两类。外国债券是指借款人在外国资本市场上发行的、票面金额和利息都是以外国货币表示的债券。例如日本的借款人在美国发行的面额和利息都以美元表示的债券。目前，外国债券主要有美国、瑞士、德国和日本四大市场。欧洲债券指借款人在欧洲金融市场上发行的各种外币面值的债券。例如亚洲某大公司，通过瑞士的银行和金融组织，发行以美元为面值的债券，同时在伦敦和法兰克福市场上出售。

（2）公募和私募。国际债券发行的形式有公募和私募两种。公募就是指债券发行者向非特定的团体投资者及个人销售债券。私募是指发行债券者通过承销公司只向少数投资者销售债券。

第二，发行国际债券的业务程序

（1）发行债券的一般程序。在国际债券市场上发行外币债券，其发行程序因发行所在地不同而异，但总的原则不外乎：申请批准、注册、选择承销集团。为了申请批准和注册，发行人应提供自己的详细情况，如业务范围、财产及经营管理情况，经发行地有关当局批准后，发行人才算取得债券的发行资格。在国际债券市场上分开发行债券，一般需通过专门的评级机构对发行者的偿债能力作出评估，对债券进行信誉评级，以作为投资人购买债券的参考。

（2）发行美元债券的一般程序。在美国债券市场上发行美元债券的一般程序为：

①外国债券发行人向美国的资信评定机构提供有关资料，以便调查和确定发行人的债券信用级别；

②债券发行人完成向美国证券交易委员会呈报注册文件工作；

③美国证券交易委员会审查债券发行人的注册文件，审查完毕后发出一份关于注册文件的评议书；

④债券发行人根据证券交易委员会在评议书中提出的意见完成注册文件的修改工作；

⑤债券发行人选择管理包销人，由管理包销人组织包销集团，负责包销及其它有关工作；

⑥正式在市场上发行债券。

第三，发行日元公募债的标准日程

在日本发行日元公募债的标准日程：

在日本发行公募债所需时间很长，特别是第一次发行的募债所需的时间更长。在取得临时评级后，标准日程为三个半月。

×—135 日　取得临时评级

×—125 日　选择主干事

×—115 日　制定债券发行的有关文件

×—95 日　文件制定碰头会

×—60 日　选择发行债务的有关机构

×—37 日　向大藏省提交有价证券呈报书

×—24 日　向承销团成员发出邀请书

×—18 日　向大藏省提交第一次订正呈报书

×—15 日　向大藏省提交根据外汇法而编制的《关于发行和募集证券呈报书》

×—9 日　决定发行条件，签订承销团合同，根据外汇法编制的募集证券呈报书开始生效

×—8 日　签订承销合同等，取得正式评级，向大藏省提交第二次订正呈报书

×—6 日　有价证券呈报书开始生效

×—5 日　募集开始

×—　缴款日

在债券发行的 60 天后，债券可在东京证券交易所上市。

第五篇　期货交易

第　五　篇

第一章　期货市场概述

一、期货市场的基本概念及其主要特点

1. 期货市场的基本概念

期货市场，是在市场经济发展过程中产生的，为期货交易者提供期货标准合约交易的场所和领域。期货市场活动必须按照特定的规则和程序、在特定的场所内集中进行。而期货交易则是期货市场活动的主要内容。

所谓期货交易，就是在期货交易所内买卖标准化期货合约的交易。这种交易是由转移价格波动风险的生产经营者和愿意承受价格风险以获取风险利润的投机者参加的，在交易所内根据公开、公平、公正以及竞争的原则进行的。这种交易的目的不是获得实物，而是回避因价格波动而带来的风险或者进行投机获利，一般很少进行实物交割，在绝大多数情况下以对冲平仓的方式了结交易。

期货交易买卖的对象是期货合约，期货合约是在期货交易所进行交易的标准化的、受法律约束并规定在将来某一特定时间和地点交收某一特定商品的合约。在期货合约的所有要件中，唯一可变的是价格，其余的要件如商品的品名、品质、数量、交货时间及交货地点等都是既定的。期货价格是在一个有组织的期货交易所内通过公开竞价的方式产生的。由于期货合约是一种标准化的合约，唯一的变量是价格，这就使得买卖双方得以在合约到期日以前进行与原来买卖部位方向相反的操作，以解除双方在合约到期后进行实物交割的责任。这种操作方式在期货交易中亦称“对冲平仓”，指的是交易者通过进行与原来交易部位数量相等但方向相反的操作，以结清其在期货市场上的部位，解除其在合约到期后进行实物商品的交收的责任的行为。套期保值者利用期货市场买卖期货合约，并在合约到期前予以对冲，实现其现货市场商品的保值，避免因价格不利变动而引起的损失。投机者也利用价格的频繁波动，正确预测价格走势，通过合约的买卖赚取差价利润。

2. 期货市场的主要特点

(1)期货市场具有专门的交易场所。期货交易是在专门的期货交易所内进行的，一般不允许场外交易(除了EFP——期货转现货交易以外，EFP是唯一合法的场外交易方式)。期货交易所不仅为期货交易者提供了一个专门的交易场所，提供了进行期货交易所必需的各种设备和服务，而且还为期货交易制定了严密的规章制度，使得期货市场成为一个组织化、规范化程度很高的市场，同时，它还为所有在期货交易所内达成的交易提供财务上和合约履行方面的担保，这是期货交易区别于现货即期交易和现货远期交易的一个重要方面。由于期货交易所内汇集了众多的买方和卖方，并对交易行为进行规范，为交易提供担保，这就为期货合约的买卖创造了有利条件，即使得交易者寻找交易对手比较容易，也使得交易者不必担心交易的安全性而专心致志于期货合约的买卖，从而使得期货交易所内买卖合约的活动比较频繁，大大提高了市场流动性。

(2)期货市场的交易对象是标准化的期货合约。期货交易买卖的标的是标准化的期货合约，现代期货市场的产生正是以标准化期货合约的出现为标志的，这也是期货交易区别于现货远期合约交易的又一个重要方面。正是鉴于现货远期合约交易的非标准化特征，所以，在期货交易产生之初，期货交易所就为期货交易制定了标准化的期货合约，这在期货市场发展史上是一个重要的里程碑。期货合约的数量、等级、交割时间、交割地点等条款都是标准化的。合约中唯一可变的变量是价格。标准化期货合约的出现，既简化了交易手续，降低了交易成本，又防止了因交易双方对合约条款的不同理解而可能出现的争议和纠纷。同时，由于期货合约是标准化的，这就为合约持有者今后进一步转让该合约创造了便利条件。

(3)适宜于进行期货交易的期货商品具有特殊性。由于期货市场自身的特点，决定了并非所有的商品都适宜于进行期货交易，大多数适宜于进行现货即期和远期合约交易的商品，并不适宜于进入期货市场进行交易。

(4)期货交易是通过买卖双方公开竞价的方式

进行的。在期货交易中，期货合约的买卖是由代表众多的买方和卖方的经纪人在交易所内通过公开喊价或计算机自动撮合的方式达成的。期货市场是一个公开、公平、公正和竞争的场所，由于期货交易和期货市场的这种特征，就使得期货市场上的期货价格能够较为准确地反映出现货市场上真实的供求状况及其变动趋势。

(5)期货市场实行保证金制度。在期货市场进行交易需要交纳一定数量的履约保证金(一般为成交金额的5%～15%)，并且在交易的过程中，需要维持一个最低的履约保证金水平，随着期货合约交割期的临近，保证金水平会不断提高，这种做法的目的是为了给期货合约的履行提供一种财务担保，也就是说，如果交易者未能将其所持有的期货合约在合约到期前进行对冲平仓，那么就必须在合约到期后根据合约的规定进行实物交割。保证金制度对于期货交易来说是至关重要的，它增加了期货交易的安全性，使得期货交易所和结算所能够为在交易所内达成并经结算所结算的期货交易提供履约担保。

(6)期货市场是一种高风险、高回报的市场。期货交易是一种保证金交易，投入5%～15%的资金就可以从事100%的交易，正是由于这种杠杆原理，决定了期货交易是一种高风险，同时也是一种高投资回报的交易。投入一定数量的资金，交易者可能获得数倍甚至数十倍于这笔资金的收益，同时也面临着数倍甚至数十倍于这笔资金的投资风险。然而，也正是由于期货市场的这种高风险、高回报的特点，吸引着越来越多的投资者源源不断地加入到期货市场中来。

(7)期货交易是一种不以实物商品的交割为目的的交易。交易者进行期货交易的目的有两种——套期保值或者进行投机。期货交易的这两种特定的目的决定了期货交易是一种不以实物商品的交割为目的的交易。期货交易中最后进行实物交割的比例很小，一般只有1%～3%，绝大多数的期货交易者都以对冲平仓的方式来了结交易，这也是期货交易区别于现货即期和现货远期合约交易的一个重要方面。

现货即期和现货远期合约交易，从实质上讲，都是一种以实物商品的所有权的转移为目的的交易，从形式上看是一种商品和货币相互换位的交易，现货远期合约交易只不过是把这种商品与货币的位置互换推迟到将来的某个时期来进行。而期货交易虽然必须先达成在未来某个时期交割实物商品的期货合约，虽然还必须以商品和货币的相互换位为基础，但是，由于期货交易是在专门的期货交易所内进行的，期货交易所内聚集着该商品的众多买方和卖方，这使得交易者寻找各自的交易对手比较容易。同时，又由于期货合约是标准化的，买卖起来非常容易，所以，一份期货合约达成以后直至合约交割期到来前这段时间内，通常已被多次买进卖出，这就在很大程度上使得期货交易变成一种买卖期货合约的交易，而不是一种买卖实物商品的交易。正由于期货合约在期货交易所内买进卖出都比较容易，这就使得买卖双方能够在合约到期前进行对冲平仓，以解除到期进行实物交割的责任，正是因为期货市场的这种对冲平仓机制，所以在期货交易中，期货合约最后进行实物交割的比例很小。

总之，由于期货合约可以比较方便地进行买进卖出，由于期货交易者可以通过在合约到期以前在期货市场上将该合约对冲平仓以免除到期进行实物交割的责任，这就使得期货交易主要成为一种买卖期货合约的交易，使得期货交易从实物商品的流通中独立出来，成为一种货币和期货合约之间互相换位的交易，成为一种"纸上交易"。正因为如此，期货交易就为准备转移价格风险的经营者提供了一条转移价格风险的渠道。避险者可以在期货市场上买卖期货合约，并在合约到期前予以对冲，为其在现货市场上的商品保值。同时，也为投机者创造了条件，投机者可以利用期货交易的这一特点在期货市场上频繁地买卖期货合约，赚取价格涨落的差额。然而，由于期货交易中买卖双方也可以选择实物交割方式来了结交易，这使得期货市场和现货市场紧密地联系在一起，保证了期货价格真实地反映了现货市场价格的变动情况，确保了期货市场套期保值功能的正常发挥。

(8)期货市场由期货交易所对期货交易提供履约担保。期货交易由期货交易所提供履约担保。交易所既是买方又是卖方，相对于期货合约的卖方来讲交易所是买方，而相对于期货合约的买方来讲交易所又是卖方。期货合约的买卖双方并不直接与买卖的对方发生关系，而是通过交易所进行期货合约的结算与交割。这样，即使合约的一方宣布破产，由于期货交易所提供的履约担保，合约另一方的正常履约也不会受到影响。期货交易所之所以能够提供这种财力上的担保，是和期货交易所与结算所内所实行的履约保证金制度、无负债结算制度等严格的规章制度紧密相关的。这些规章制度的建立和实施，有

力地保障了期货交易的正常开展，消除了期货交易者的后顾之忧。

3. 期货交易与现货交易、远期合约交易、股票交易及房地产交易

以上阐述了期货交易的基本概念和主要特点，为了进一步加深对期货交易的理解，这里以表格方式列出期货交易与现货交易、远期合约交易、股票交易以及房地产交易等交易形式的特点，通过对比，从中可以看出期货交易与这些类型的交易形式的异同。

表 5.1.1　交易方式异同

	现货交易	远期合约交易	期货交易
交易地点	不规定		在交易所
合约内容形式	不规定		标准合约
交割形式	即刻交货付款	过一段时间交货付款	对冲或过一段时间交货付款
交易费用	不要	一般不要	预付保证金
交易主要目的	取得商品	锁定价格	套期保值或投机获利
主要交易参与者	生产者、经营者、消费者		套期保值者、经纪人、投机者
交易商品	所有商品都可以		比较狭隘，有一定要求
	股票交易	房地产交易	期货交易
所需资本	100%	很多	合约金额 5—15%的保证金
交易成本	较低	较高	低
流动性	较强	不强	较强
投资风险	较大	较大	风险较大，但较易预测和减少
时间限制性	不强	不强	强

4. 期货商品

在期货市场中，期货交易主体所买卖的对象是标准化的期货合约，期货合约中所载明的商品就是期货商品。

第一，期货商品的基本特征和种类

期货交易本身的特征决定了并不是在现货市场上交易的任何商品都能够进入期货市场进行交易，期货商品必须具备以下一些特征：

（1）品质易于标准化。由于在期货交易中，期货合约在到期前往往已经转手多次才最后进入实物交割，所以不可能期货合约每转手一次，买卖双方都像在现货交易中一样对商品检验一次。所以，为了保证到期交割的实物商品符合合约中所列明的质量等级标准，就要求进入期货市场进行交易的商品必须是容易划分质量等级的。它的质量标准和等级差别，即使由各种不同的行家进行分析，也能得出一致的结果，而不能是那些规格品种复杂，技术指标千差万别，专业性很强的商品

（2）能够长期贮藏而且适宜于运输。由于期货交易从最初期货合约的达成到最后进行实物交割，中间一般要经历较长一段时间，因此，期货商品要能够长期贮存而质量不发生明显的变化，同时还要求适合于运输，在运输过程中安全性较大而损耗较小。随着现代科学技术的发展和交通运输条件的改善，许多原来不适于进行期货交易的鲜活商品也开始进入期货市场。

以上两点是期货商品本身的特点，除了期货商品自身应具备一定的条件外、这种商品的现货市场也应符合以下一些特征：

（3）现货市场容量大且价格波动剧烈频繁。期货市场的主要功能之一是分散与规避现货市场上价格波动的风险，这就要求进入期货市场的必须是大量生产、大量交易、有着广泛的需求的、价格波动较频繁较剧烈的商品。那些供应量小、用途狭窄单一的小

品种,因为其供求关系较为稳定,而且价格波动对整个国民经济的影响较小甚至几乎没有什么影响,所以一般不适宜于进行期货交易。同样,那些价格与销售渠道由国家统一管制的商品也不会进入期货市场,因为这些商品的价格是固定的,没有价格波动的风险,也就没有回避风险的需求。

(4)现货市场较为发达,不存在垄断行为。期货商品的现货市场应该是一个近似于完全竞争的市场,该市场上拥有大量的卖主和买主,市场价格只能由全体买者的需求总量和全体卖者的供给总量共同决定。个别的买者和卖者只是市场价格的接受者,而不是市场价格的制定者,不存在一个或几个较大的买者和卖者单独或共同垄断市场,操纵市场价格的现象。因为期货市场的功能之一是发现价格。如果该商品的现货市场存在垄断,必然会造成期货市场上的不公平竞争,扭曲价格信号,使期货市场无法发挥其价格发现和回避风险的功能,从而失去其存在的意义。

一般来讲,只有具备以上特征的商品才能够进行期货交易,这也是我们在开发期货合约时所应该遵循的前提条件。这些商品一般都是广泛使用的工业基础原材料等初级产品,以及能够满足人们基本生活需要的大宗农副产品。另一方面,随着市场经济的发展,随着期货交易的功能和作用越来越被人们所重视,期货商品的范围也越来越大。在本世纪70年代以前,在期货交易所中进行期货交易的期货商品主要是金、银、铜、石油、橡胶等工业初级原料和粮、棉、油、木材等农林产品,进入本世纪70年代以后,随着固定汇率制的崩溃和国际金融市场的发展,新的金融工具不断出现,金融领域内的风险日益增大,利率、汇率等的频繁波动对社会经济生活所造成的冲击越来越大,在这种情况下,金融期货就出现了。金融期货最早出现在美国,1972年5月16日,美国芝加哥商业交易所率先推出了外汇期货,随后又推出了美国国库券、欧洲美元等利率期货。随着金融期货交易在美国的开展,英国、新加坡、香港、日本等国家和地区也陆续推出了金融期货交易。金融期货可大致分为三大类:汇率期货、利率期货和股票指数期货。

一般认为,期货交易分为商品期货交易和金融期货交易两大类。期货商品分为农林产品、金属、能源、金融产品四大类,这些期货商品根据其自然属性的不同又可具体分为10个小类,即:

(1)谷物:如玉米、小麦、大麦、燕麦、粳米、籼米等;

(2)油籽及其产品:如大豆、大豆油、大豆粉、油菜籽、菜籽油、葵花籽等;

(3)畜产品:如活牛、活猪、猪肚、猪腩、肥育牛、鸡肉、鸡蛋等;

(4)食品和饮料:如糖、咖啡、可可、马铃薯、橙汁等;

(5)纤维:如棉花、蚕茧、生丝等;

(6)林产品:如原木、板材、胶合板等;

(7)金属:如金、银、铜、铝、铂、镍、锌、线材等;

(8)能源:如原油、汽油、柴油、燃料油、天然气、液化气(丙烷)、丁烷等;

(9)外汇与利率产品:如美元、英镑、日元、意大利里拉、德国马克、法国法郎、瑞士法郎、欧洲美元、短期国库券、中期国库券、长期国库券、银行存款单等;

(10)指数:S&P500指数、价值线指数、道琼斯指数、金融时报指数、日经225指数等。

回顾期货市场发展的历史可以看出,随着人类社会经济的发展,期货商品也在不断地推陈出新,种类越来越繁多,以适应人们日益普遍的回避风险的需求。

第二,期货合约的主要内容及其特征

期货交易是买卖期货合约的交易,期货合约是在期货交易所内达成的标准化的、受法律约束并规定在将来某一特定时间和特定地点交收某一特定商品的合约。期货合约是期货交易中所有关系的集中体现。期货合约不同于人们在社会经济活动中所广泛使用的其他契约、合同,期货合约具有自己的显著特征:

期货合约是一种标准化的契约。期货合约中的商品种类、品质、数量、交货时间、交货地点等条款都是事先确定好的,唯一可变的因素是价格。合约标准化是人类交易史上的一次革命,它大大提高了市场的流动性,大大提高了交易效率,真正现代意义上的期货交易是从合约的标准化开始的。

期货合约是一种能够在交易所内连续买卖的合约。由于期货合约的标准化特征,使得期货合约非常易于连续买卖,因此,大量的期货合约都在合约到期日以前以平仓方式进行了结,只有极少数的合约最后进行实物交割。

期货合约是一种由期货交易所和结算所提供履约担保的合约。在期货交易中,由期货交易所和结算所充当买卖双方的对方,由交易所和结算所对合约

的履行提供担保，因此买卖双方不必担心交易对方的信用问题，可以专心致志于期货合约的买卖。

合约标准化是期货合约区别于现货远期合约的根本特征，标准化期货合约的主要条款有：

（1）合约品种。期货合约总是针对某一具体商品的合约，合约品种指明了该期货合约的标的是什么。上文中已经说过，能够进行期货交易的商品主要分为两大类：一类是商品期货，另一类是金融期货，这两大类期货商品下面又各自包括许多具体的交易品种。

（2）合约单位。合约单位是指一份期货合约所包含的商品量的多少。例如，芝加哥商业交易所规定：生猪期货每手为 3000 磅，冰冻五花肉期货每手为 4000 磅，德国马克每手为 125000 马克，日元每手为 12500000 日元，澳元、加元每手为 100000 元，法国法郎每手为 250000 法郎，英镑每手为 62500 英镑，瑞士法郎每手为 125000 法郎。

芝加哥期货交易所规定：美国长期国库券期货每手为 100000 美元，10 年、5 年期国库券期货每手为 100000 美元，2 年期国库券期货每手为 200000 美元，30 天利率期货每手为 5000000 美元，大豆期货每手为 5000 蒲式耳，燕麦期货每手为 5000 蒲式耳，豆油期货每手为 60000 磅。

伦敦金属交易所规定：1 号电解铜、高基铝、高基锌、精炼铅期货每手为 25 吨，锡期货每手为 5 吨，原镍期货每手为 6 吨。

（3）合约月份。期货合约了结的方式有对冲平仓和实物交割两种。合约月份指的是进行实物交割的期货合约买卖双方履行各自的权利义务、交收货物使合约得以履行的月份。期货合约的合约月份根据各种具体商品的生产、流通情况的不同而有所区别，短的有几个月，长的可达 20 年以上。

（4）最小变动价位。最小变动价位是指在进行期货交易时买卖双方报价所允许的最小变动幅度（Tick），每次报价时价格的变动必须是这个最小变动价位的整数倍。合约报价的最小变动价位依据合约规格的大小、商品种类的不同以及该种商品价格波动的剧烈程度而有所不同。

（5）每日价格最大波动幅度限制。每日价格最大波动幅度限制，又称“涨跌停板”，是指当日某期货合约的成交价格不能高于或低于该合约上一交易日结算价的一定幅度，达到该幅度则暂停该期货合约的交易。实行每日价格最大波动幅度限制的目的在于减缓突发性事件或过度投机行为对期货市场所造成的冲击，给予市场一定的时间来充分吸收这些突发性事件或投机行为对市场所造成的影响，从而能够使市场保持相对的稳定。每种期货合约的当日价格最大波动限幅，根据具体的交易品种及该商品的市场特性的不同而有较大区别，例如：

芝加哥期货交易所规定：每日价格最大波动幅度限额是玉米期货 500 美元/张，大豆期货 1500 美元/张，豆粕期货 1000 美元/张，豆油期货 600 美元/张，小麦期货 1000 美元/张。

芝加哥商业交易所规定：每日价格最大波动幅度木材期货为 750 美元/张，活牛期货为 600 美元/张，生猪期货为 450 美元/张，冷冻五花猪肉期货为 800 美元/张。

伦敦谷物期货交易所规定：每日价格最大波动幅度豆粕期货为 100 英镑/张，马铃薯期货为 600 英镑/张，小麦期货和饲料大麦期货则没有每日价格最大波动幅度限制。

纽约咖啡、糖和可可交易所规定：每日价格最大波动幅度可可期货为 880 美元/张，白糖期货为 500 美元/张，11 号原糖（世界级）期货为 560 美元/张。

（6）交易时间。每一份期货合约在期货交易所内都有具体的交易时间。例如：

芝加哥期货交易所规定：玉米、大豆、小麦、豆粕、豆油期货的交易时间为芝加哥当地时间上午 9：30 至下午 1：15，白银期货是当地时间上午 7：25 至下午 1：25，黄金期货是当地时间上午 7：20 至下午 1：40。

香港期货交易所规定：恒生指数期货交易时间为当地时间上午 10：00 至 12：30，黄金期货为上午 9：00 至 12：00 和下午 2：30 至 5：30。

伦敦金属交易所分上午场、下午场两场。上午场 11：50 至 13：05，下午场 15：20 至16：35，每个品种为一节，每节 5 分钟，中间休息 10 分钟。

（7）质量标准。质量标准指每一商品具有代表性的标准品级，一般采用国际贸易中通用的和交易量最大的商品质量作为期货合约的标准品级。在实际运作中，除了标准品级外，许多期货交易所还规定了替代可交割品级加减一定的质量升贴水也可用于实物交割。

（8）最后交易日。最后交易日是指期货合约停止买卖的最后截止日期，每种期货合约都有一定的月份限制，到了合约月份的一定日期就要停止合约的买卖，准备进行实物交割履行合约。所以必须规定合约买卖的最后日期，逾期停止合约的买卖。例如：芝

加哥期货交易所规定，玉米、大豆、豆粕、豆油、小麦期货的最后交易日为交割月最后营业日往回数的第七个营业日，黄金、白银期货的最后交易日为交割月最后营业日往回数的第四个营业日。

(9)合约到期日。合约到期日是指期货合约交割过程的最后一天。在合约到期日以前，期货合约必须按照规定程序交割完毕。

(10)交割方式。交割方式就是到期合约进行实物交割的具体方式。目前世界上的多数期货交易所都在国内或国外设立标准交割仓库，实行定点交割的交割方式。

二、期货市场的产生、发展

1. 交易方式的自然演进

第一，交易方式

从人类社会的发展史来看，人类社会有了生产，就产生了交换。在漫长的社会进化过程中，先是物物交换，后来产生了商品货币交换。人们在社会生活中所发生的这些交换关系称为贸易活动。从总体上看，迄今为止的贸易活动可以大体上划分为现货贸易和期货贸易这两大类贸易，具体分类如下图所示：



图 5.1.1　交易方式分类

第二，合同、合约发展

现货交易是一手钱一手货的商品货币交换。一般来讲，现货交易要签订现货契约——即合同。现货合同指的是即期或在未来一定时期交付某种商品的销售协议，对于所交付商品的质量、数量和交货日期由买卖双方协商而定。现货合同中诸多因素都是双方商定的对象，如果其中有一项如质量与协议不符，买卖双方都可能会提出对包括价格在内的诸多因素加以调整的要求。现货合同的种类与现货交易和种类是一致的，即期交易采用即期交货合同，如农民在秋季收获谷物时大多采用此类合同，他们按照当时的市价将谷物售给当地的粮食中间商。远期交易使用远期合同，在该合同中写明卖方同意在将来某一时间、将一定数量的商品出售给买方，并且说明经商的品种，规格、数量，以及交货地点、价格等内容，在进行实物交割时，买方将根据合同规定，仔细检查卖方所交割的商品，并根据双方谈定的质量和数量差异来调整价格。现货远期合同适用于一切现货交易，如谷物、房地产、金融、抵押业等交易，虽然合同形式不同，但都有在将来某一时期和某一价格水平上提供某项服务或交付某种商品的条款规定。由于现货合同是买卖双方的协议，而且不是标准化的合同，因此签约双方都有风险，假如有一方不守约定，或缺乏资金，或因未来发生的突发性事件影响，都有可能使某一方或双方不兑现合同。

期货合约是在交易所内达成的一种公认的交易者必须守诺的契约，是一种标准化的、受法律和规则约束的合约，该约定规定了商品的规格、品种、质量、重量、交割月份、交割方式、交易方式等等，它与合同既有相同之处，又有本质的区别，所以我们称之为“合约”。该合约唯一可变的是价格，其价格是在一个有组织的期货交易所内通过竞价而产生的。

期货合约与现货合同的相同之处在于两者都是贸易方式的一种契约，两者的联系在于若没有远期现货合同，不会逐步标准化产生期货合约，即期货合约是远期合同逐步标准化而产生的。但是，期货合约与现货合同又有着重大的区别：

(1)标准化与非标准化的区别，期货合约是标准化的公众的一种约定，现货合同是双方协商签定的协议，交货时间、地点、方式、数量、质量、价格都因签约双方而异；

(2)价格决定的公开竞争性与非公开竞争性的区别，期货合约中唯一没有被标准化的是价格，它要在交易所通过公开叫价等方式竞争形成价格，而现货合同中的价格是双方私下商定的；

(3)是所有交易者的共同约定还是双方协议的区别，期货合约的条款是所有交易者共同的约定，现货合同的条款是双方商定。

第三，市场发展过程概述

市场的交易活动是为满足商业的特殊需求而产生，人类的市场交易活动随著人类之经济需求而逐渐地在演变；换言之，今日的市场制度并非是奇迹般地突然出现，而是经过几世纪慢慢地演进而成。归纳起来，现代市场的发展过程大致可分成五个阶段：即赠予；以物易物，现货市场，契约市场(或称预到市场)及最后的期货市场。由此可知，期货市场之设立仅仅是市场交易活动演进过程中的一个阶段而已，也是未来更进一步演进至某一种交易形式的进阶石。

2. 国外期货市场的产生

第一，前期期货市场发展阶段

现代的期货市场和期货贸易是在数百年商业实践的基础上逐步形成的，许多早期的商业惯例一直影响到今天。

在古希腊和古罗马时期，就已出现中央交易场所、易货交易、货币制度，还发展了按照既定时间和场所进行交易的活动。在罗马帝国鼎盛时期，罗马大厦广场是一个中心交易场所。雅典的大市场也具有同样性质。尽管这些文明古国相继衰败，但建立中央交易场所的传统却延续下来。

在中世纪的欧洲，由于商业发展受到阻碍，产品的买卖活动只能在分散的当地市场上进行。但时隔不久，又出现了事先宣布时间和地点的中世纪集市交易形成，这些地区性集市交易活动是由那些被称之为“泥腿子”的商人、手工艺人和推销商组织的，这些人得到了当局的财力资助，他们不辞辛苦地从一个城镇走到另一个城镇，安排集市交易。到12世纪，这种中世纪形式的集市交易在英国和法国，就其规模和复杂程度而言，已相当可观。随着交易的不断专业化，有些集市已成为英国、西班牙、法国和意大利商人进行交易的中心场所。及至13世纪，在普遍采用的即期交货的现货合同基础上，已开始出现根据样品的质量而签订远期合约的做法。待至13世纪，在普遍采用的现货交易的基础上，开始出现根据样品的质量而签订远期合同的做法。

中世纪集市交易对现代期货发展的主要贡献在于其自我管理原则、仲裁原则以及其正规的交易方式。早期的英国商法规定了一系列被普遍接受的经营准则。这些准则为后来使用合约、抵押证券、运费收据、栈单、信用证、契据、汇票奠定了基础。在交易中，任何人违背了规则，就可能被同行判罚，停止其任何交易活动。这种自我管理原则经移民传入美国殖民地。大约从1752年开始，美国发展了一系列商品市场，包括农产品、纺织品、皮革、金属和木材等。大多数交易采用即期交割方式。这些市场促进了现货交易的发展，并为以后的期货交易创造了有利的条件。

十七、十八世纪以来，随着交通、通讯的改进以及现代化城市的发展地方性集市逐步为专业化的交易中心所替代。这些专业化中心市场交易先是在城镇广场等露天场所进行的，后来才移至茶馆、客栈等室内场所进行。这种交易场所并不只局限于英国和欧洲大陆，在日本和美国也有类似的市场。18世纪初期，日本就已出现大米现货交易，在1730年又出现了远期合约交易，并成立了食用油、棉花和贵金属市场，但以大米市场交易量居多。美国的商品市场源于1752年，主要进行国内农产品、纺织品、皮革、金属和木材交易，大多数合同的成立采用即期交割方式。这些早期的交易市场，孕育着现代期货市场的萌芽。

第二，早期期货市场阶段

(1)芝加哥期货市场产生的必要性、可能性。现代期货交易于19世纪中叶勃兴于美国的中西部地区，其中心则在芝加哥。在这个时期，一系列十分重要的经济、技术因素出现并孕育了早期的期货市场。

芝加哥期货交易所(CBOT)的历史，即是近代期货行业的历史。CBOT在1848年3月13日成立时，是一个商业协会，后来发展成为粮食现货和远期市场。到1870年初期才出现了比较初级的期货合约。CBOT成立的背景就是因为农民、加工商和粮食供销商都寻求更好的价格信息。有了一个集中信息的场所，买卖双方才能得到更多、更有利的价格信息。这样交易得到了活力，市场发挥了发现价格的机能。

CBOT初期的发展主要依靠改进运输和储存能力，而不是在于改进市场本身的设备。这在美国中西部地区引起了新产业的诞生，同时提供了新的就业机会。

在市场的自然发展过程中，还有其他改进措施成为市场继续发展的原动力。其中最重要的是合约条件的标准化。合约标准化包括数量、质量、交货期、交货地点和付款条件等。标准化的合约反映了最普遍的商业惯例，能使市场参与者转让合约，在他不愿意或不需要保持合约时，把履约的义务转让给别人。这样，经过“市场制造者”也就是投机者转让合约，市场开始发挥其调节作用，保证粮食从经济上最有需要的生产者手里，流通到经济上最有需要提货的加工商、出口商或者消费者的手中。

同时，同样一批粮食在市场里能够造成许多项买卖。例如，有一个农民到芝加哥的市场来，同意按标准规格要求，对某一个加工商在某一交货日的当天或交货日以前卖出一批小麦。这批小麦的价格可以在成交时商定，而付款可在交货时支付。如果在这期间里加工商的情况有些变化，他不愿意接收这批货时，他就能够把这批货的合约转让给其他加工商或者出口商。这个过程一直继续到合同的提货义务转让到经济上最有需要提取这批货的一方。同样的，

对买卖的双方来说,农民可能希望把他的交货义务转让给其他的对交货更有经济需要的农民。这样,实际要交货的是只有一批小麦,但是在市场上形成许多项的买卖。

这种市场活动称为“流动性”。流动性是指市场的灵活性,就是形容某一个市场如何能够迅速地向某一个买方或卖方提供他所需要的交易对方。流动性又形容市场在不产生过度的价格波动的条件下,他所能承受交易的能力。CBOT 初期的市场主要是由于远期合约的标准化得到了这流动性,而流动性刺激了交易者在市场上做出更多的交易。

(2)芝加哥期货市场产生的实证分析。美国的现代期货交易于十九世纪初期首先出现于中西部边疆地区,它与芝加哥的商业发展和中西部地区的小麦交易密不可分,同时还得益于其得天独厚的地理位置——背靠密执安大湖,毗临中西部肥沃平原。十九世纪三、四十年代,芝加哥的农产品供求矛盾十分尖锐,市场秩序严重混乱,主要表现在:

①在年景尚可的年份,每当农场主在收获季节将谷物和牲畜运至当地市场出售时,他们经常发现:谷物和肉食的供应量远远大于磨坊主和批发商的有效需求。在无可奈何的情况下,农产主只得把售价压至最低水平,即使这样,大量的农产品还是难为短期需求所吸收,由于寻不到买主,大量的粮食被倾倒在街上白白浪费了。

②当年景不好时,由于供货奇缺、价格飞涨,城镇居民更是食不果腹,企业也由于缺乏维持正常经营活动所需的原材料而濒临倒闭。在农村,尽管农场主手中握有足够的粮食,但苦于交通不便,难以将粮食运至城市销售,因而无力购买农具、建筑材料等工业制成品。

③在一年的大部分时间里,大雨大雪使得通往芝加哥的土路泥泞不堪,根本无法通行。即便商品运到城市,买主也将面临仓储设施不足的问题,落后的交通设施无法将仓库中的谷物及时运至东部,也无法运回西部所需的制成品。

为了改进芝加哥地区的贸易状况,1848 年,由 82 位商人发起并成功地组建了美国第一家中心交易所——芝加哥贸易局(CBOT)。最初创建这家交易所的目的在于为买卖双方提供交换商品的地点,以促进当地的商业活动。当时进行贸易的商品是多种多样的,除了粮食之外,还交易牛肉、猪肉、羊肉、种子、盐、皮革、葡萄酒、白酒、鱼、煤炭、木材、羊毛、石头、砖和其他产品。在所有产品中,活猪和猪肉产品交易量最大,后来,粮食买卖和远期合同交易的重要性逐渐增加,以至成为交易所的主要收入来源。很多粮食商人转向学习利用这种工具,使这里的粮食交易有了巨大的增长。CBOT 的成立,是世界粮食贸易史上的一个里程碑,标志着世界期货交易时代即将到来。

1848 年成立芝加哥交易所以后,渐次引进“远期”合约。这种合约从 1851 年开始出现。“远期”合约的交货条件要求在某一个时期、在某一个地点、在火车厢或船舱进行交货。这些条件由买方和卖方个别商定。至少在开始时,合约并没有一般标准。

远期合约在 50 年代给芝加哥的粮商带来了许多的方便。当时,粮食运输很不可靠,轮船的湖运航班也不定期,从美国东部和欧洲传来的消息需要很长时间才能传到芝加哥,价格波动也相当大。在这情况下农民即可利用远期合同保护他们的利益。同样,加工商和出口商能够利用远期合同保护他们的利益。

远期合约同时在价格下降或上涨时对供销商的经营很有帮助。例如,卖方可以利用远期合约,以将来的某一时期交货为条件,卖出他还没有接到的粮食。如果,在成交时到交货期之间,粮食价格下降,卖方即可在现货市场买进比远期成交价低价的粮食,在远期市场上实行现货交割,这样他可以得到赢利。要求实货交割的合约可让怕将来价格下降的粮商以出卖现货防止因价格下降所遭到的损失,但不能提供从价格下降获得利益的机会。

(3)芝加哥期货交易所标准化合约的确立。虽然在 1851 年已有远期交易,但是在 1859 年以前利用这工具的人并不很多。突破性进展的原因在于合约标准化,尤其是对于粮食的等级和质量规格的标准化。等级分类方式统一后,就能发行一种仓库收据证明某批粮食的所有者,但这证据不一定要说明这批粮食在仓库的哪一个部位。这情况促进了粮食大批管理操作,并且因为不必要按粮主分箱储存,减低了储存成本。另外,标准化的期货合约要求最普遍的等级的粮食为他的交易品种。也就是说这等级粮食最容易入手。因此当期货投机商为满足期货交货要求需要买进现货粮食时,他较容易在现货市场找到这批货。这样增大了投机商对期货交易的信心。

合约标准化很明显地提高了合约本身的商业性,使最后的交货或提货人有很大的经济兴趣进行交货或提货。发展期货合约的主要原动力也就是对远期合同的进一步的标准化。

期货交易大约在1860年代初期开始出现。当时正在南北战争中，粮食供求很不规则，粮食价格波动幅度也相当大。这种情况下，远期交易非常活跃。结果，在1865年芝加哥交易所制定了第一条交易规则，规定远期合约成交后必需存放保证金。保证金的金额不得超过合约粮食价格的10%，只在买卖双方或某一方提出要求时才实行。同样重要的是，1865年还制定了包括等级、质量、交货月份等的规则，合同规格得到进一步标准化。至此，严格意义上的期货交易才得以确立。

美国的期货交易在19世纪后期到20世纪初期大有发展。新的交易所在芝加哥、纽约、堪萨斯成立，棉花、黄油、鸡蛋、咖啡、可可等新品种陆续上市，随着美国工业的发展，像金属期货也开始上市。

在美国期货交易逐渐发展的同时，地方或全国性的现货市场渐渐失去重要性。第一，美国粮食交易集中于不到十家大粮商的手中，这些粮商通过电话即可得到所需要的信息，不必再到现货交易所。一般农民把他的粮食卖给地方的粮食蓄存商。那些大粮商不到现货市场去买粮食，而直接从地方的粮食蓄存商买进粮食，然后直接把粮食运到加工商或其他的港口蓄存商或出口商。现在现货市场还在部分地区存在，但他们在美国粮食流通上的重要性是有限的。第二，1922年商品交易法的制定。按该法要求所有在美国国内的期货交易必须在交易所内进行。相反的，在美国没有法律要求现货交易要在交易所内进行。另外值得注意的是，在1990年后随着电脑交易系统的发展，电脑交易联络系统挑战着集中型的期货交易形式。今后随着通信技术不断的发展，人们集中到某地方交易的必要性会越来越减少。

(4)美国期货市场的新发展。20世纪初期期货行业最显著的发展是1925年芝加哥交易所结算公司的成立。其后所有在CBOT成交的交易必需要进入BOTCC的会员公司做结算。

成立BOTCCR的主要目的在于保持相配或对冲买卖相对的合同时所需要的交易记录，更重要的是在于保证在CBOT成交的所有合约能保持财务上的廉洁性。为此，BOTCC对每一卖方成为他的买方，对每一买方成为他的卖方。换句话说，某一合约在CBOT成交，经过BOTCC结算后，原来的买方就不必从原来的卖方买货，他只要找BOTCC即可。同样的，原来的卖方不一定要找原来的买方交货，他只要给BOTCC交货。这种过程排除了对对方的财务能力的风险，BOTCC的财务上的廉洁性代之保证了交易双方的信用。

BOTCC能够对买方成为他的卖方，对卖方成为他的买方，承担了所有责任和财务上的风险。他能做到这一点，是因为有逐日盯市的保证金制度。BOTCC每天按当天的结算价格，对每一个交易者所持的合约总值进行结算。就是说，某一个会员所持的合约总值由于市场价格变动下降的话，这会员必须要在当天向BOTCC以现金支付他所亏损的保证金。如果某一个会员所持的合约总值对当天结算价上升时，BOTCC将向这会员当天支付他所赢利的金额。CBOT之所以能够保证期货交易的财务廉洁性在于这保证金制度，要求每天对每个合约进行结算，算清当天的亏赢。自从1925年BOTCC成立以后，没有一个CBOT的交易者因BOTCC没有履行他的财务责任而受到过损失。

所有期货合约开始进入结算公司结算后，金融期货的创造成为美国期货行业发展史上的另一个课题。

1972年5月，芝加哥商业交易所推出了英磅、德国马克、法国法郎等的货币期货。在1975年CBOT推出了第一张利率期货合约——抵押证券期货合约。这一张合约是由美国政府保证履约的住宅抵押债券。

但是金融期货发展的历史上最为显著的事件，可能是1977年8月22日美国长期国库券期货合约在CBOT上市。美国长期国库券期货合约发展成为世界上交易量最大的一张合约。1990年交易总量达到了7550万张，一天平均交易量有30.2万张左右。美国长期国库券期货合约的交易量占所有美国金融期货交易的21%。

美国长期国库券期货合约也是逐渐发展的。就像其他所有具有风险保值功能的期货合约一样，美国长期国库券期货合约的成长也靠其对应的现货市场的价格波动率。在100多年的历史中，期货行业经历了从单纯的农产品到金融工具的进化过程，但其基础是始终如一的，即需要有对应商品的现货价格波动。

有两件事件对美国国库券期货的超级发展有重要意义。第一个事件是1979年10月美国联邦储备要开放利率。联邦储备通过国库券的买进或卖出等公开市场操作，来控制货币供应总量。这就是说利率和国库券的价格将要脱离政府控制，开始按自由市场价格波动。

第二个事件是1982年12月13日CBOT理事

会决定，在12月23日那天从正午停止交易。但美国财政部准备在12月13日推出新的20年国债券。第二天，美国财政部主动发表改变其推出日。美国财政部认为如果将国库券在CBOT没有全天开市时推出的话，联邦储备系统银行因没有可靠的保值手段，自然不会有活跃的交易。原因很简单：没有期货市场就没有保值的场所，政府不应该在这情况下推出新的国库券。

1972年创出金融期货，长期国库券期货合约上市之后，美国期货行业接着发展了期权合约。

期权和期货一样对价格波动可提供保值的场所。但期权和期货之间有明显的区别。在期货合约买方和卖方分别承担提货和交货的责任。但是在期权合约，比方说长期国库券期权合约，看涨期权的买方获得权力，而不是义务。买进看涨期权的人有权在期权有效期间的任何时期，按一定的价格（“敲定价格”）实行期权获得长期国库券期货合约的多头部位。同样的，看跌期权的买方有权在期权有效期间的任何时期，按敲定价格实行期权获得长期国库券期货合约的空头部位，按期权合约的条件，买方有权选择实行期权建立期货部分或者让合约过期失效。期权的买方要付权利金以换取期权所赋予的权利。这权利金的价格是在指定的交易场所内公开叫价竞价方式拍卖而定的。买方支付权利金后并没有义务要购买，因而他也不用再付履约保证金。

期权的卖方有不同的责任。长期国库券看涨期权的卖方，当买方实行期权时，他有义务按敲定价格承担一个长期国库券期货的空头部位。同样的，长期国库券看跌期权的卖方，在买方实行期权时他有义务按敲定价格承担一个长期国库券期货的多头部位。因为当买方实行期权时期权的卖方要承担一些义务，他必须要支付履约保证金，来保证他的义务将被实行。

期权交易因为能够使期权的购买者以有限的风险达到价格保值的目的，逐渐提高了名声。期权买方风险有限是因为他可能遭遇的损失不会超过原先的权利金。另外，看涨期权的买方一方面能保持在价格下跌时在期货市场能够赢利的可能性，同时对价格上涨进行保值。同样，看跌期权的买方一方面能保持价格上涨时在期货市场获得利益的可能性，同时对价格下跌进行保值。

看涨期权的卖方在价格上涨时会面临无限的风险，而看跌期权的卖方在价格下跌时会面临无限的风险。但是，期权的卖方在成交时从买方赢得权利金，而如果买方决定让期权过时失效时，这权利金就成为卖方的利益，卖方对他所承担的风险获得报酬。

期权交易因为向期权的买方提供了以有限的风险实行多样化的风险管理的场所，逐步建立了其名声，长期国库券期权在1982年开始交易后，在美国所有有流动性的期货合约都陆续发展其选择权交易，其中包括CBOT上市的中期国库券、玉米、小麦、大豆、大豆油等的期权合约逐步上市。1990年在CBOT成交了3346万张期权合同，占交易所交易总量的21%。在美国国内，1990年的所有权交易量是64.10万张，期货行业所创造的新工具将会在今后10年里有更进一步的发展。

第三，现代期货市场发展阶段

现代期货市场的提法目前有所争论，其具体意义突出本世纪七十年代以后期货市场发生日新月异的变化。许多学者针对期货市场令人目眩发展的七十年代，称作为现代期货市场阶段，日本学者为之命名为“期货市场的时代。”

笔者认为：所谓“期货市场的时代”是指期货市场对经济发展的贡献而言，期货市场的成长与企业生产经营的面临的风险不断增加直接相关，我们可以例举一些事件来说明70年代以来企业经营环境的变化。

1972年美国总统尼克松宣布美元与黄金脱钩，使货币率的变动给企业带来很大的风险。1973年之后，世界各主要市场经济国家货币浮动剧烈。如日元对美元从1美元兑换360日元，涨到1美元兑换130日元。各国货币的币值都在不断地变动。

1979年战争爆发使得国际原油价格暴涨，每桶原油涨到40美元；

1987年美国股市大跌使全世界资金市场振荡；

1988年夏季美国中西部大干旱，使谷物价格暴涨。

这些例举事件证明了在经济国际化、现代化的条件下，全球经济密切相关，任何一个经济、政治、社会甚至环保的事件都会影响价格变动，使得企业运营的风险加剧，从而使期货市场迅速成长。我们以美国期货交易量的成长来说明这一问题。

下列这些表反映了美国期货交易所期货交易量的情况：

表 5.1.2　芝加哥交易所合约一览表

合约类型	合约大小	合约交易量			
		1987	1988	1989	1990
玉米	5,000 英斗	661,519	1,591,223	1,519,164	2,116,302
小麦(软红冬麦)	5,000 英斗	124,598	445,575	484,952	482,941
黄豆	5,000 英斗	1,242,072	3,245,134	1,975,440	2,089,382
黄豆粉	100 吨	81,213	172,428	112,474	181,429
黄豆油	60,000 磅	85,735	124,131	101,158	138,089
燕麦	5,000 英斗				
白银	1,000 英两	10,009	8,303	8,346	1,398
美国长期公债	100,000 美元	21,720,402	1,509,425	20,784,019	27,315,411
美国十年期中期公债	100,000 美元	1,421,852	1,011,626	1,168,196	936,754
美国五年期中期公债	100,000 美元				87,440
日本长期公债	2,000 万日元			475	
抵押贷款证券	100,000 美元			13,564	19,231
市政公债指数	1,000 美元×市政公债指数期货价格	118,632	171,788	88,591	85,613
*东京股 5,000 美元×东京价指数股价指数期货价格					
*利率交换一三年期 25 美元×固定利率的收益率					
*利率交换一五年期 25 美元×固定利率的收益率					
合　计		25,466,032	26,279,633	26,255,904	33,461,799
*在 1991 年推出					

表 5.1.3　芝加哥商业交易所合约一览表

合约类型	合约大小	合约交易量			
		1987	1988	1989	1990
活猪	30,000 磅	147,859	130,206	127,258	171,306
活牛	40,000 磅	1,222,397	1,067,593	886,858	713,276
猪腹肉	40,000 磅	15,112	12,143	53,643	46,286
饲养用幼牛	44,000 磅	134,830	163,433	152,483	168,310
木材	150,000 材	6,483	22,171	17,450	29,717
欧洲美元定期存单	1,000,000 欧洲美元	2,569,957	2,599,839	6,001,522	6,859,625

合约类型	合约大小	合约交易量			
		1987	1988	1989	1990
英镑	62,500 英镑	569,062	543,380	405,993	501,187
德国马克	125,000 德国马克	3,125,687	2,734,079	3,795,135	3,430,374
瑞士法郎	125,000 瑞士法郎	1,053,323	1,069,798	1,488,682	1,130,447
日元	12,500,000 日元	2,250,813	2.944,889	3,127,247	3,116,130
加币	100,000 加币	48,690	313,901	274,362	283,609
澳币	100,000 澳币	6,811	23,257	27,381	
美国国库券	1,000,000 美元	11,634	5.916	16,713	32,283
S&P500 股价指数	500 美元×指数期货价格	1,877,295	734,827	1,161,827	1,638,131
日经股价平均数	5 美元×日经股价平均数期货价格	8,793			
*嫩鸡肉	40,000 磅				
合计		13,033,142	12,348,986	17,532,232	18,156,855
*在 1991 年推出					

表 5.1.4　纽约商品交易所合约一览表

合约类型	合约大小	合约交易量			
		1987	1988	1989	1990
黄金	100 两	2,080,067	1,698,696	1,603,799	1,931,804
白银	5,000 英两	918,064	872,106	752,645	747,499
铜	25,000 磅	612,850	402,790	221,725	
高级铜	25,000 磅	2	12,310	107,387	
合计		3,610,981	2,973,594	2,590,479	2,786,690
原油	1,000 桶	3,117,037	5,480,281	5,685,953	5,254,612
燃料油	42,000 美国加仑(1,000 桶)	143,605	125,812	298,136	406,810

合约类型	合约大小	合约交易量			
		1987	1988	1989	1990
无铅汽油	42,000 美国加仑（1,000 桶）			332,094	435,685
白金	50 英两				3.746
合　计		3,260,642	5,606,093	6,316,183	6,100,856

表 5.1.5　咖啡、糖与可可交易所合约一览表

合约类型	合约大小	合约交易量			
		1987	1988	1989	1990
11 号砂糖	112,000 磅	32,927	1,536,345	1,932,752	2,393,016
C 级咖啡	37,500 磅	25,639	65,204	114,216	282,566
可可	10 公吨	13,910	95,509	153,562	344,944
合　计		472,476	1,697,058	2,200,530	3,020,526

表 5.1.6　纽约棉花交易所合约一览表

合约类型	合约大小	合约交易量			
		1987	1988	1989	1990
棉　花	50,000 磅	73,480	124,260	424,841	284,991
桔子汁	15,000 磅	685	5,873	13,175	63,029
美国五年期中期公绩	100,000 美元		13,479	1,278	
美元指数期货价格	500 美元×美元指数	14,538	10,525	4,844	99,668
合　计		88,703	154,137	444,138	447,688

表 5.1.7　堪萨斯市交易所合约一览表

合约类型	合约大小	合约交易量			
		1987	1988	1989	1990
小　麦	5,000 英斗	33,228	30,178	38,169	65,794
合　计		33,228	30,178	38,169	56,794

表 5.1.8　纽约期货交易所合约一览表

合约类型	合约大小	合约交易量			
		1987	1988	1989	1990
NYSZ 综合股份指数	500 美元×指数期货价格	206,63	23,304	39,482	25,501
CRB 期货价格指数	500 美元×指数期货价格		1,007	3,546	3,544
合　　计		206,631	24,311	43,028	29,045

表 5.1.9　美中商品交易所合约一览表

合约类型	合约大小	合约交易量			
		1987	1988	1989	1990
黄　　豆	1,000 英斗	12,317	21,043	20,019	23,578
小麦(软红冬麦)	1,000 英斗	530	533	1,672	3,408
黄金	33,2 英两	74	77	1,660	2,324
合　　计		12,921	21,653	23,351	29,310

表 5.1.10　明尼亚波里斯谷物交易所合约一览表

合约类型	合约大小	合约交易量			
		1987	1988	1989	1990
美国小麦(硬红春麦)	5,000 英斗	1,229	1,847	2,104	4,509
欧洲春麦	5,000 英斗			12	22
合　　计		1,229	1,847	2,116	4,531

表 5.1.11　1987 年世界各大交易所期货期权交易发展概况

名次	期货交易所与买卖权交易所	合约交易总量(1987)
1	芝加哥交易所(CBOT)	127,092,990
2	芝加哥买卖权交易所(CBOE)	102,655,346
3	芝加哥商业交易所(CME)	84,367,214
4	纽约商业交易所(NYMEX)	25,735,271
5	纽约"商品交易所"(COMEX)	21,495,598
6	东京证券交易所(TSE)	18,284,198
7	美国证券交易所(AMEX)	16,465,517
8	伦敦国际金融期货交易所(LIFFE)	13,600,670
9	巴黎金融工具期货市场(MATIF)	12,018,290
10	费城证券交易所(PHLX)	10,570,057

名次	期货交易所与买卖权交易所	合约交易总量(1987)
11	东京工业品交易所	6,496,804
12	咖啡、糖与可可交易所(CSCE)	6,256,857
13	悉尼期货交易所(SFE)	5,562,240
14	巴西“商业与期货交易所”(BMF)	5,339,126
15	东京谷物商品交易所(TGE)	5,200,469
16	香港期货交易所	4,535,239
17	伦敦金属交易所(LME)	3,284,109
18	纽约期货交易所(NYFE)	3,275,756
19	伦敦期货期权交易所(EOX)	2,802,878
20	纽约棉花交易所(NYCE)	2,498,041
21	纽约证券交易所(NYSE)	2,490,303
22	美中商品交易所(MACE)	2,394,679
23	新加坡国际金融期货交易所(SIMEX)	2,115,773
24	堪萨斯市交易所(KCBT)	1,583,331
25	伦敦国际石油交易所(IPE)	1,114,269
26	蒙特利尔交易所	872,496
27	斯德哥尔摩买卖权市场(SOM)	376,771
28	新西兰期货交易所	357,174
29	明尼亚波里斯谷物交易所(MGE)	319,266
30	多伦多证券交易所(TSEX)	227,404
31	里耳马铃薯期货市场(LPFM)	207,204
32	大阪证券交易所(OSE)	200,480
33	波罗的海期货交易所(BFE)	139,053
34	吉隆坡商品交易所	107,597
35	多伦多期货交易所(TFE)	95,897
36	温尼伯商品交易所(WCE)	74,365
37	温哥华证券交易所(VSE)	8,922
合　计		490,176,684

资料来源：卢飞山编《有问必答谈期货》第260—261页

进入1980年代之后，期货市场的发展出现了新的特点，具体讲有如下几个特点。

第一，商品品种结构发生了变化，传统的占主导地位、农产品期货交易量其绝对量仍然增加，但市场占有率下降，即金融和石油等商品迅速发展。

芝加哥商品交易所在1980年以后农产品期货交易的占有率不断下降，如下表所示：

表5.1.12　CBOT农产品期货市场占有率变化表

年　份	市场占有率(%)
1980年	79.2
1981年	65.5
1982年	56.7
1983年	58.3
1984年	42.4

年　　份	市场占有率(%)
1985 年	28.9
1986 年	21.9
1987 年	21.1
1988 年	30.1
1989 年	25.6
1990 年	25.7

资料来源:威廉·格罗斯曼、常　清著《期货市场的理论政策与管理》第 19 页,山东人民出版社,1992 年版。

下面这些表反映了美国期货交易中哪些是最活跃的品种,最近几年的变动情况如何:

表 5.1.13　1972 年美国交易最活跃的前十名期货合约

名次	期货合约	期货交易所	当年交易量(合约张数)
1	黄　豆	CBOT	4,043,474
2	猪腹内	CME	2,057,064
3	玉　米	CBOT	1,942,120
4	活　牛	CME	1,370,471
5	黄豆油	CBOT	1,110,776
6	砂　糖	CSCE	875,178
7	小　麦	CBOT	855,813
8	白　银	COMEX	815,168
9	白　银	CBOT	813,492
10	黄豆粉	CBOT	630,916

美国所有期货合约交易总量:18,332,055

表 5.1.14　1977 年美国交易最活跃的前十名期货合约

名次	期货合约	期货交易所	当年交易量(合约张数)
1	黄　豆	CBOT	7,996,139
2	玉　米	CBOT	5,021,827
3	白　银	COMEX	3,573,301
4	活　牛	CME	2,639,517
5	黄豆油	CBOT	2,535,046
6	黄豆粉	CBOT	2,373,453
7	白　银	CBOT	2,257,059
8	小　麦	CBOT	1,820,790
9	猪腹内	CME	1,358,730
10	活　猪	CME	1,307,712

美国所有期货合约交易总量:42,847,064

表 5.1.15　1982 年美国交易最活跃的前十名期货合约

名次	期货合约	期货交易所	当年交易量(合约张数)
1	长期公债	CBOT	16,739,695
2	黄　金	COMEX	12,289,448
3	黄　豆	CBOT	9,165,520
4	玉　米	CBOT	7,948,257
5	国库券	CME	6,598,848
6	活　牛	CME	4,440,992
7	小　麦	CBOT	4,031,584
8	活　猪	CME	3,560,974
9	黄豆油	CBOT	3,049,313
10	S&P500 指数	CME	2,935,532

美国所有期货合约交易总数:112,400,879

表 5.1.16　1987 年美国交易最活跃的前十名期货合约

名次	期货合约	期货交易所	当年交易量(合约张数)
1	长期公债	CBOT	66,841,474
2	欧洲美元定期存单	CME	20,416,216
3	S&P500 指数	CME	19,044,673
4	原　油	NYMEX	14,581,614
5	黄　金	COMEX	10,239,805
6	黄　豆	CBOT	7,378,760
7	玉　米	CBOT	7,253,212
8	德国马克	CME	6,037,048
9	日　元	CME	5,358,556
10	瑞士法朗	CME	5,268,276

美国所有期货合约交易总量:228,876,684

表 5.1.17　1990 年美国交易最活跃的前十名期货合约

名次	期货合约	期货交易所	当年交易量(合约张数)
1	长期公债	CBOT	75,499,257
2	欧洲美元定期存单	CME	34,695,625
3	原　油	NYMEX	23,686,897
4	S&P500 指数	CME	12,139,209
5	玉　米	CBOT	11,423,027
6	黄　豆	CBOT	10,301,905
7	黄　金	COMEX	9,730,041
8	德国马克	CME	9,169,230
9	日　元	CME	7,437,233
10	瑞士法朗	CME	6,524,893

美国所有期货合约交易总量:276,535,504

第二，亚太地区期货交易迅速增加和期货交易所的兴建，使亚太地区的期货市场成长迅速。

亚太地区的经济成长从70年代开始，80年代举世瞩目，日本经济的发展，亚洲“四小龙”经济的高速增长，使亚太地区的经济规模迅速扩大。亚太地区的许多国家和地区如日本、“亚洲四小龙”都是加工出口贸易国和地区，这些国家和地区的企业面对变幻莫测的国际市场，必须通过期货避险，所以，表现为芝加哥夜市的兴旺和亚洲交易所的建立。

1987年4月30日，芝加哥商品交易所开始在星期日至星期四的晚上从当地时间下午6点至晚上9点30分进行夜市交易，这个时间正好对应着东京时间的上午8点到11点30分，香港时间的上午7点到10点30分。夜市是白天市场交易时间的延长。芝加哥商品交易所规定，前一天的夜市开盘为一天的开盘，而当天白天交易时间的结束为整个一天交易的收盘。由于夜市实际上是为了开拓亚洲市场，所以交易量出乎意料地增长。1987年5月到12月，每个夜市平均交易量为15，971张，1988年平均为14，043张，1989年平均为14，745张，1990年平均为17，841张。

80年代，亚太地区纷纷建立期货交易所。东京证券交易所是日本第一个上市金融期货的交易所，交易品种有日本国库券期货和期权，1987年总交易量为18，261，634张，1988年为18，719，722张，1989年为18，941，890张，1990年为16，306，571张。还有东京股票指数期货和期权，美国长期国库券期货。

大贩证券交易所在1987年6月9日开始上市“大证50”股票期货，于1988年9月3日上市日经225种股票指数期货。“日经225”期货交易量最大，1990年总交易量为13，588，779张合约，1989年6月12日开始，日经225期权交易，1990年成交了4，067，407手看跌期权和5，120，334手看涨期权合约。

东京国际金融期货交易所于1989年6月30日成立，上市品种主要有90日欧洲日元，90日欧洲美元和日元对美元期货，1890年总交易量为14，450，989张合约。

东京谷物交易所是日本最大的谷物期货交易所，成立于1876年，期货交易从1952年10月开始，实行“分节一价制”的价格形成办法。品种有美国大豆、中国大豆、红豆等等，1990年总成交量7，282，485手合约。

东京工业品交易所成立于1894年，现代期货交易的开始是在东京纤维交易所、东京橡胶交易所和东京黄金交易所合并以后，其上市品种有黄金、白金、银、棉纱、橡胶和毛线，其总成交量1990年为14，839，666手合约。

悉尼期货交易所上市匐约有澳洲90日银行短期债券，10年期国库券和3年期国库券等等，1990年其总交量为11，585，627手合约。

吉隆坡商品交易所是1980年10月开业的。主要交易椰子油期货、可可期货、锡、橡胶期货，目前正在讨论上金融期货。

新加坡国际货币交易所建立于1984年7月，上市品种有74个，有股票指数、货币和石油产品三大类。新加坡国际货币交易所与芝加哥商业交易所有互相对销的体制，建立以来，其交易量不断增长，1984年为145，907手合约，1986为875，556手。1987年为2，141，983，1990年为5，720，610手合约。

香港期货交易所1977年5月9日开业，主要交易品种有恒生指数期货、原糖期货、大豆期货等等。香港期货交易所在经历了全球高市大跌之后，重新建立了其新的体制。

第三，中国期货市场异军突起。

中国正在进行期货市场的试点，目前已建立中国郑州粮食批发市场、深圳有色金属交易所、上海有色金属交易所等规范化的交易所。

第四，世界金融市场融为一体，全球期货交易网络（GLOBEX）使世界范围内期货交易进入“无停顿的连续时代”。

（1）世界金融一体化。1988年，当美元对其他主要国家通货一尤其是日元的价位继续显现其长久以来的滑落之势时，美国外国通货（即外汇）与股价指数期货市场就变为疯狂欢欣不已。这些市场就其参与者的构成而言，真的已变为全球性市场，因为投身其中的交易人遍布于世界各个角落。欧洲与亚洲投资人参与美国市场者逐渐增加，美国期货市场已充分感受到此项影响。在另一方面，美国投资人到外国期货市场中交易者，也达到破纪录的水准。结果，世界金融市场则前所未有地变为更加统合一体。

对美国的期货与期货买卖权交易人来讲，期货市场全球性统合的程度日渐增强，这意味着他们必须从更多来源去汇集与评估市场信息。尤其是，在预测美国期货市场每天早上开盘时价格将会如何变动时，关于海外期货交易所交易活动的市场信息，将变为非常重要。很多美国人抱怨道，每天晚上当美国市场正在睡觉时，在世界的另外一边却有如此多的事

情发生,持有未平仓的期货部位过夜未免太过危险了,因为今天早上的开盘价格往往跟前一天的收盘价格大不相同。

美国期货交易所对此作的反应是,开始进行夜间交易。在“正常交易时间”(normaltradi 几 g session)于下午结束后,市场跟往党一样地收盘,但在用完晚餐后市场又于晚上开始进行另外的交易时间。夜间交易时间起讫时刻的安排,最初乃是为了要配合东京市场的开盘时间。利用这种方式,美国交易人就可以对亚洲市场的活动作出反应。CBOT 和 CME 作出了突出贡献。

(2)无停顿的连续运作时代和 GLOBEX 系统。GLOBEX 是期货、期权交易的全球电子计算机交易系统,它使世界各地的交易者可以通过这个系统的终端进行全天 24 小时交易。它并不取代目前交易所的公开叫价制,而是在芝加哥市场白天交易时间以外也能够迅速地交易。GLOBEX 将在亚洲和欧洲的工作时间内运行,交易所的会员将利用其终端,在各自的办公室里进行交易。交易者的询价和报价输入该系统,当电脑找到对方时,同时向原来的买方或卖方发生确认信息,同时,该交易信息被传送到结算所,进行结算。

GLOBEX 系统的开发,将使期货市场在 90 年代进入一个崭新的时代。这个系统是路透社、芝加哥商品交易所,芝加哥商业交易所共同开发的,将交易的商品主要有日元、德国马克、瑞士法朗、英磅、澳元、加拿大元、法国法朗、欧洲美元、短期国库券期货与期权,还在继续研究其它品种进入该系统。

根据一位投资人的说法,期货市场的全球性统合对交易人的影响,是让你在晚上不得安眠。有些在大型公司上班的交易人,现在是整天 24 小时都在工作。他们身边总是携带着手提式行动电话,这些人的确是一天 24 小时都在随时待命。

第五,期货市场进一步完善化。期货市场管理急待国际化,协作化和配套化。在经历了市场动荡之后,未来期货业法律规章的改进将着重在以下几个方面:

(1)在市场发生意想不到的剧烈波动时,保障交易所的财务完整性。主要措施包括严格审查会员和顾客的资信,建立多项后备准备基金。

(2)防止监管中的政出多门、自相矛盾。根据市场关联性要求,应将有关市场(如股票指数期货、指数信贷期货期权、股票现货三个市场)置于同一监管机构的控制之下,不应由不同机构监管不同市场。

(3)国际合作中的法律适用问题如何解决。例如,外国投资者欲进入美国期货市场,其母国的法律必须同美国商品期货交易委员会的条例有可比性,这不仅涉及法律问题,而且关系到会计、审计等制度问题、需要双方通过广泛而持久的磋商加以解决。

(4)如何与各国国情和体制相结合。

第二章　期货合约

一、期货合约概述

1. 期货合约的概念和意义

第一，期货合约的概念和特征

期货合约是综合期货交易的规律和需要设计的，是受法律法规约束且必须在期货交易所的交易厅内达成的，它是在将来某一特定时间买进或卖出某种商品或金融工具的协议或契约，是期货贸易的参与者，在期货交易活动中必须信守并履行的标准化合约，它是一种大众化的公共约定。

标准化期货合约的特征主要是：①期货合约的商品品种、数量、质量、等级、交货时间、交货地点等条款都是既定的，唯一的变量是价格，是在成交的当时确定的；②合约是在商品交易所的组织、主持下签订的，而价格又是在商品交易所的交易厅里通过公开竞价的方式产生的；③期货合约的履行是由商品交易所担保履行的；④期货合约受经济制约，受法律约束，受商品交易所的监督。基于这种原因，所以期货合约是标准化的、可流动的合约。

期货合约的标准化，使得买卖双方可以用一种合约去交换另一种合约，对冲掉签约者交割实际现货的责任；交易者通过买（卖）合约，取得另一个与交易者最初交易部位相反，但数量相等的交易部位，具有对冲、流通、高效的功能。

期货合约买卖、流通的功能，吸引大批已经或将要出售商品的生产者、储藏商、经营商、加工商利用期货市场买卖合约，并在合约到期前把它对冲掉，为在现货市场的商品保值，防止因价格波动而造成损失；吸引广大的投资者利用期货合约频繁地进行买空卖空交易，在赚取差价利润的同时，又促进了市场的流动。

第二，期货合约与现货合同的区别

（1）期货合约比现货合同更简单，更具标准化。这主要体现在期货合约规定有标准的产品成交数量，如 10 吨可可、100 万欧洲美元等；对产品的规格、特性规定有统一的标准；并对交收地点都有标准化限定，如定点仓库、定点银行等。

（2）期货合约大多不需实物交割。期货合约只有少数需要实物交割，多数为买空卖空交易。交易者为避免实物交割，通常是在到期前做相反操作，即有买空必抛售，有卖空必回补，以结平帐目，所以买金银期货的不一定是金银商，买卖外币或利率票据者，亦不一定是银行家，人人都可以涉足各种期货交易，并无“经营范围”之限。

（3）价格决定方式的区别。期货合约中商品的品种、规格、质量、数量、交货地点、交割日期等都是标准化的，只有价格是在交易中以公开公平竞争的方式形成的。而现货合约中的价格是由双方协商而确定的，是非公开非竞争性的。

（4）有无签约者的区别。期货合约是一种公众约定，所以不是买卖双方签定的，也没有一个个的纸面合同，其买卖转让更没有背书，没有初始签订者。现货合同是有双方签字画押的，若有一方不能兑现，需公正背书才能把责任和义务又另转给第三方。

3. 期货合约的意义

纵观期货市场发展的历史，真正的期货交易是从合约的标准化这一“交易方式的革命”开始的。没有合约的标准化，就没有期货市场，所以合约的标准化是开展期货贸易的中心环节，是开办期货市场需要首先解决的问题。

2. 期货合约的构成要素

（1）期货品种。即具有期货商品性能，并经过批准允许作为进入商品交易所进行期货买卖的品种，也叫做“上市品种”。

（2）合约单位。即每一张期货合约所代表的商品数量。这样在进行期货交易时，只需报出买或卖几张合约就行了，而勿需再报出买或卖的具体数量。

（3）质量标准。即某一商品具有代表性的标准品级。期货合约具有了代表的标准品级，买卖合约时对商品的质量等级也勿需再讨论商定。

（4）合约月份。期货合约虽可买卖流通，但最终还是要进行实货交割的。合约月份就是指交付、接收实货，以履行期货合约的月份。

（5）最小变动价位。即某一商品报价单位在每一

次报价时所允许的最小价格变动量，亦称最小价格波动。有了最小变动价位的规定，竞价双方就都有了遵循，在相同的价位上就可成交。

（6）每日价格最大波动限制。期货成交价格是在讨价还价中达成的，但也是有限度的。每日价格最大波动限制，即一个商品当日的价格波动幅度，不能高于或低于上一交易日结算价的限度，也叫停板额。成交价只能在这个幅度内竞争敲定，保持市场既有波动，而又基本稳定。如果突破了停板额，就要停止交易，缓和市场情绪。

（7）交易时间。期货交易是固定场地、固定时间的交易。所谓交易时间就是交易者在每一个营业日进入市场交易的具体时间。

（8）最后交易日，即期货合约停止买卖的最后截止时间。期货合约可以转手流动，但又有月份限制，到了合约月份的一定日期就要停止合约买卖，准备交接实物，履行合约，因此，必须规定合约交易的最后日期，逾期停止交易。

（9）合约到期日，即期货合约进入交割过程的最后一天。在合约到期日之前必须依据合约和交割程序的规定交割完了。

（10）敲定价格。即在成交的当时通过公开、平等、竞争达成的一个计价单位的价格。

除价格是在成交当时确定的以外，其余各项要素都是载明在合约栏目中的，也是期货交易双方必须熟记的基本知识。

期货合约的特征就在于它的标准化。标准化的期货合约，使得买卖双方可以用一种合约去交换另一种合约，从而取得另一个与最初交易部位相反，但数量相等的交易部位，从而使期货交易具有对冲、流通和高效的功能。期货合约的标准化特征可以通过下面的实例来反映。

3. 期货合约实例

第一，芝加哥期货交易所（Chicago Board of Trade 简称 CBOT）玉米期货、期权合约

表 5. 2. 1

	期　　货	期　　权
交易单位	5000 蒲式耳	一个 CBOT 期货合约交易单位（5000 蒲式耳）
最小变动价位	每蒲式耳 1/4 美分（每张合约 12. 50 美元）	每蒲式耳 1/8 美分（每张合约 6. 25 美元）
每日价格最大波动限制	每蒲式耳不高于或低于上一交易日结算价各 10 美分（每张合约 500 美元），现货月份无限制	每蒲式耳不高于或低于上一交易日结算权利金各 10 美分（每张合约 500 美元）

表 5. 2. 2

	期　　货	期　　权
敲定价格		每蒲式耳 10 美分的整倍数
合约月份	12、3、5、7、9	12、3、5、7、9

	期　　货	期　　权
交易时间	上午 9∶30—下午 1∶15(芝加哥时间),到期合约最后交易日交易截止时间为当日中午	同　期　货
最后交易日	交割月最后营业日往回数的第七个营业日	距相关玉米期货合约第一通知日至少 5 个营业日之前的最后一个星期五
交割等级	以 2 号黄玉米为准,替代品种价格差距由交易所规定	
合约到期日		最后交易日之后的第一个星期六上午 10 点(芝加哥时间)

第二,芝加哥期货交易所主要市场指数期货合约

表 5.2.3

交易单位	用 250 美元乘以 MMI。例如,当 MMI 为 472.00 点时,其期货合约值为 118000 美元(250 美元×472.00)
最小变动价位	0.05 个指数点(每张合约为 12.50 美元)
每日价格最大波动限制	不高于上一交易日结算价格 80 个指数点;不低于上一交易日结算价格 50 个指数点(最初停板额)
合约月份	最前的 3 个连续月份以及 3、6、9、12 月合约周期内的后 3 个月份
交易时间	早 8∶15—下午 3∶15(芝加哥时间)
最后交易日	交割月的第三个星期五
交割方式	主要市场指数期货根据 MMI 期货收盘价格采取逐日盯市法,按照最后交易日之 MMI 收盘价格以现金结算

* 如果价格低于上一交易日的结算价格,协调价格限制额及交易停板额将根据道琼斯工业平均指数每下降 250 点和 400 点而计算,具体规格见 CBOT 规章条例。

第三,咖啡、糖和可可交易所可可期货合约

表 5.2.4

交易单位	10 公吨(22～46 磅)
最小变动价位	每公吨 1 美元(每张合约 10 美元)
每日价格最大波动限制	不得高于或低于上一交易日结算价格各 88 美元,限价可扩大至 132 美元、对前两个交割月份无限制
合约月份	12、3、5、7、9
交易时间	上午 9：30～下午 2：15(芝加哥时间)
交货产地	产于任何国家或气候下的品种,包括新产品或尚不知名的品种,共分为三类: A 组:加纳、尼日利亚、象牙海岸等国品种,每吨交割价升水 160 美元 B 组:巴伊亚、中美、委内瑞拉等国品种,每吨交割价升水 80 美元 C 组:桑切斯、海地、马来西亚及其他产地品种,按平价交割,等级评定由持有交易所执照的评级员进行
交割地点	纽约港区特许仓库,特拉华河港口或汉普顿港口;如采用码头交货或散装交货,可适当从合约价中给予折扣,但须征得收货方同意。

第四,芝加哥商业交易所生猪期货合约

表 5.2.5

交易单位	30000 磅生猪(阉猪和小母猪)
最小变动价位	每磅 0.00025 美元(每张合约 7.50 美元)
每日价格最大波动限制	每磅 $1\frac{1}{2}$ 美分(每张合约 450 美元),高于或低于上一交易日的结算价格
合约月份	2、4、6、7、8、10、12
交易时间	上午 9：10—下午 1：00(芝加哥时间),到期合约最后交易截止时间为当日中午
最后交易日	每一合约月份的 20 日(有时有例外)
交割日	每一合约月份内的星期一、二、三、四(如果上述日期不是假日或假日之前一天)
交割单据到期日	实际交割日之前一个工作日下午 1：00 之前(芝加哥时间)

第五,纽约商品交易所高级铜期货、期权合约

表 5.2.6

	期货	期权
交易单位	25000 磅	一个高级铜期货合约单位
最小变动价位 敲定价格	每磅 0.0005 美元(每张合约 12.50 美元)	每磅 0.0005 美元(每张合约 12.50 美元)
		敲定价格不足 40 美分的每磅间隔 1 美分;40 美分至 1 美元的间隔 2 美分;1 美元以上的间隔 5 美分
履约方式		任何一个期权交易日之下午 3:00(纽约时间)以前。履约时,期权持有者通过转帐方式接受一个适当的相关高级铜期货合约的空头或多头部位,期权卖方在收到履约通知书后进入一个相反的期货部位
合约身份	当月和其后两个月以及从当月开始的 23 个月周期中的任何 1、3、5、7、9、12 月	(3、5、7、9、12 合约月份中离交割期最近的 4 个月份)
交易时间	上午 9:25 ~下午 2:00(纽约时间)	同相关高级铜期货合约
交割等级	25000 磅(公差度±2%)1 级电解铜	
最后交易日	交割月份的倒数第三个交易日	(相关期货合约交割月份之前一个月的第二个星期五)

第六,中国郑州商品交易所小麦期货合约

表 5.2.7

交易单位	10 吨
最小变动价位	每公斤 0.1 分(每张合约 10 元)
每日价格最大波动限制	每公斤不高于或低于上一交易日结算价各 3 分(每张合约 300 元)

交易单位	10 吨
交易时间	上午 9：00—9：25(北京时间)
合约月份	1、3、5、7、9、11
最后交易日	交割月最后营业日往回数第七个营业日
交割等级	中华人民共和国国家标准;北方三等硬冬白麦;北方三等软冬白麦; 小麦替代品种价格差距(以标准品级合约价为基准) 北方一等硬(软)冬白麦　加价 6% 北方二等硬(软)冬白麦　加价 3% 北方一等混合硬(软)冬花麦　合约价 北方二等混合硬(软)冬花麦　减价 3% 北方三等混合硬(软)冬花麦　减价 6%

第七,伦敦金属交易所原铝期货合约

伦敦金属交易所的合约规定比较详细,而且它带有远期现货性质,与美国期货合约不尽相同,下举一例,供参考。

原铝合同

(由董事会和伦敦金属交易所委员会批准)

合同 B　　　　伦敦______

M ______

根据并以伦敦金属交易所章程和规则为准,我/我们今天有售给你/向你购买______吨(溢短 2%,并以下面第三条规则为准)原铝,价格为每吨(1000 公斤)______镑,净加/减______%,付款期限______。

我们有权在任何时候根据需要要求你们以现金和/或抵押品这样的其他形式付给我们一笔金额(下文称“保证金”),这笔数额不超过我们所要求的合同价格。为了保证你能按时履行你在该合同项下的义务和保证与合同有关的保证金价值,合同在流通当中一直将由你方保持。我们还有进一步的权利可以根据需要选择以一种或多种付款通知要求你方向我们支付合同缔结时的价格与以后任何时候的现时市价之间的差额。如果发生任何你不能履行上述义务的情况,我们有权立即占用现金和/或出售任何抵押品以履行我们的上述权利,除该合同保留给我们的所有其它权利之外。

该合同是由你方和我方作为当事方签订的,只有我方对你方就合同的履行有责任。我们要求你方支付的手续费(如有的话)只被看作是价格的一部分,并可能由我方和介绍业务的代理人一起分享,同时,我们还保留向我们可能向他购买或出售给他的任何人收取手续费或佣金以弥补下面不利条件的权利。

如果你不能如期偿付由本合同或任何其它未完成合同或我们之间所有以伦敦金属交易所章程和规则为准的合同引起的债务,不管是不能如期提供应付销售的单据,还是不能提供资金以接受单据(根据具体情况),还是其它不管怎样,还是你不能提供或维持我们有权要求和已经要求的这种保证金,或者如果你暂停支付或者破产了或者作出任何破产的行为;或者(作为一个公司)如果你停业清理,无论是自动还是被动的,我们保留抛售该合同和任何其他未完成合同的权利,那时我们将根据自己单方面的意见决定通过卖出或买进相应数量来防备你(根据具体情况),任何由那产生的差额将是立即应付项目,尽管可能还没到交割日或者其他原先规定为结算日的日子。

我们在实施该合同项下的所有权利中的任何迟延不应被认为由此构成弃权。

对原铝的特殊规定

1. 质量——该合同项下交付的铝必须是最低纯度为 99.50%、最高铁含量 0.40%和最高硅含量 0.

30%的原铝，以铝锭或T棒的形式交货，必须牢固捆扎成适合堆置的包裹。所有交付的铝都必须是伦敦金属交易所批准列单上列名生产商的产品。

每块铝锭的重量应在12～26公斤之间，每根T棒的重量应在450～675公斤之间。

2.结算——合同必须按25吨的精确数量以委员会公布并在交割日施行的正式结算价结算。买方和卖方支付或接受(根据具体情况)结算价与合同价之间的差额(若有的话)。

3.交货——该合同项下的铝必须在交割日按卖方选择的交货点向委员会列名的仓库交货(这类仓库的名称可以从伦敦金属交易所办事处获得)。在履行合同中所提供的栈单必须以上述规定2中提及的结算价按每包25吨或者其倍数(每25吨被看作是一个单独的合同)开发票。栈单以25吨为一张(溢短2%)。25吨一包的铝锭或T棒必须存放在同一个仓库，必须是同一个国家的产品。就铝锭来说，根据每包底层不同形状和规格的需要，还必须由同一牌号、同一形状和同一规格的铝组成，以达到货盘化的目的。1985年6月1日起，栈单上所列的每一包铝锭都必须以牢牢捆扎成不超过2吨的包裹交付。租金必须写在发票上。

4.重量——任何情况下的栈单重量都必须为买方和卖方之间所接受。

5.栈单上的铝的存放——

(1)铝的每次交货都必须伴随一张原产地证书和一张生产商的化验证明书，两种文件都必须交给仓库。化验证明书必须是在规定的质量说明范围内。一份巴尔克化验证明书或者其副本是可以接受的，但一份生产者证明不行，化验证明书必须由一个伦敦金属交易所列名的化验者准备并签名。所有的化验证明书者必须显示出每一炉的号码。

(2)打算将栈单上的铝存放起来以便交付到市场的一方必须告知仓库保管员将对最初在市场上存放栈单负责的一个正式交易场成员的名字。这种栈单必须根据那个交易场成员的订单发出，他在背书栈单以前必须相信这个文件是合格交货的证据。

(3)每一张仓库栈单都必须由同一国家生产的铝组成，并且必须是伦敦金属交易所铝牌号批准列单上的牌号。

每份栈单都必须注明包裹的总重量、原产国、牌号以及交给仓库保管员的原产地证书和化验证书的日期和参考号码。每张栈单必须是25吨(溢短2%)，并且必须注明包裹或T棒的数目，就包裹来说，铝锭的数目构成每一包裹。

(4)根据要求，如果这25吨构成被巴尔克化验证书掩盖的一次更大交货的要素的话，仓库保管员必须将原产地/化验证书提交栈单持有人。

6.争端——任何有关该合同的存在、完成或有效期等的问题或由该合同引起的任何争端必须由一方或两方联合起来用书面形式向委员会所属的执行秘书报告，这样的问题或争端如果不能以协商解决，那么将按照伦敦金属交易所章程规定提交仲裁。由上诉委员会根据仲裁人判决作出的书面决定将是发生免除或取消仲裁人判决和上诉委员会决定的请求通知书或进行诉讼的先决条件。

无论是董事会还是委员会，还是金属销售和交易有限公司的监察委员会，还是它们中的任何成员，还是由董事会任命的受托管理人都不承担任何责任，无论是在合同中的还是在任何决议、声明、行为或由于疏忽或其它引起的失职等侵权行为中的，致使履行或忽略了由金属销售和交易有限公司继续进行并代表该公司的监察工作。

下述规定不适用于本合同：

(1)1964年订立的国际货物销售合同的统一法和与之有关的公约。

(2)1964年订立的国际货物买卖统一法和与之有关的公约。

(3)1980年的联合国国际销售货物合同公约。

(上述规定中的“委员会”是指伦敦金属交易所委员会。)

警　告

买方被告知该金属可能含有裂隙和积留水分的隐藏的凹处，在处理和加工该金属时必须记住这点。如果该金属在没有经过适当的干燥过程就被引进熔炼炉的话，那么隐藏的水分可能会引起爆炸。

7.深圳有色金属交易所和上海金属交易所的标准化期货合约如下：

深圳有色金属交易所特级铝标准合约

（由深圳有色金属交易所理事会和监委会1992年9月28日批准，于1993年4月15日修正）

本合约系由你方和深圳有色金属交易所（以下简称交易所）作为特级铝标准合约之当事人签订，只有你方和交易所对合约的履行负有责任。

根据《深圳有色金属交易所管理暂行规定》（以下简称管理规定）和《深圳有色金属交易所交易规则》（以下简称交易规则），你方与其他会员通过集中交易、公开叫价，买入（或卖出）特级铝批准列单（见附件）上的商品；以“每日交易清单”为依据，并遵守以下合约条款。

合约的具体条款

一、质量：本合约规定特级铝质量标准为：主含量Al≥99.7%，杂质含量标准为：Fe≤0.16%、Si≤0.13%。必须以铝锭的形式交货。每锭重量不超过25公斤，每捆重量不超过2.5吨。

二、本合约在交易过程中，1手重量为50吨，报盘数量和成交数量均须为1手的整倍数。

三、实物重量：卖方所交实物重量溢短不能超过±2%的范围；实物重量以交易所的注册仓库开出的标准仓单为准。

四、本合约在交易过程中，报价货币为人民币和美元；最小价位波动为人民币10元/吨，美元1美元/吨。

五、每日价格最大波动幅度，不能高于或低于当日开市价的3%。

六、本合约交易月份为12个月内的任何月份。

合约的一般条款

一、合约当事人的权利与义务：

为了保证合约的全面履行，你方必须在成交时向交易所交纳基本保证金，并且在本合约平仓前，如市场价格向不利于你方的方向变化时，你方必须及时向交易所结算部门补交追加保证金。如果你方不按要求交付追加保证金，交易所有权决定对本合约进行强制平仓；如果你方不能按期提交特级铝标准仓单或不能按期交付货款，交易所将视你方为违约，并对你方作出如“合约的一般条款”第五条的违约处理。如果你方在交易所结算部门帐户上的所有资金不足补偿上述损失，交易所有权向你方继续追索。

二、标准仓单铝的存放：

1. 卖方必须在交割期内将货物交到交易所的注册仓库（见附件）。交割的铝锭必须牢固捆扎，符合包装要求。

2. 卖方交货时必须同时向仓库提供生产企业的产品质检单。质检单必须符合本合约中的质量要求。

3. 卖方所交的铝锭必须是交易所批准列单上的牌号（LME注册产品中T形棒除外）。每份标准仓单都必须注明货物的毛重、净重、总锭数、生产厂家以及交于仓库管理员的产品质检单的日期和参考号码。

三、交割程序：

1. 合约的实物交割期为合约交割月份的21日至25日（包括21日和25日）；合约的最后平仓日为交割月份的20日。

2. 卖方必须在交割期内的任何一个工作日将标准仓单交到交易所。

3. 买方必须在交割期内的任何一个工作日将货款汇到交易所结算部门帐户。

4. 每月25日为交割月平仓合约结算日，每月26日为卖方货款结算日。每月26日上午12点前，持有当月未平仓合约的买方必须到交易所领取标准仓单。

四、结算：

1. 卖方所交实物重量溢短部分按交割月25日交易所公布的现货结算价进行结算。

2. 实物交割的货款计算方法如下：

卖方应收货款＝卖方合约成交价×合约数量＋25日的现货结算价×（实交数量－合约数量）

买方应付货款＝买方成交合约价×合约数量＋25日的现货结算价×（实收数量－合约数量）

五、交割违约行为及其处理：

1. 你方作为卖方具有下列行为之一，属交割违约：

（1）在当月最后交割日（25日），下午4点前持有当月未平仓合约，而未能提供标准仓单的；

（2）卖出即期现货，而未能在成交后三个工作日内（包括合约成交日）将标准仓单送达交易所的；

（3）所交实物质量经过交易所指定的质检部门检验确与成交合约规定质量不符的；

2. 你方作为买方有下列行为之一，属交割违约：

(1)在当月最后交割日(25日)下午四点前持有当月未平仓合约,而未能将货款汇入交易所结算部门指定帐户的;

(2)买入即期现货,而未能在成交后三个工作日内(包括合约成交日)将货款汇入交易所结算部门指定帐户的;

3.交割违约的处理:

当你方作为卖方交割违约,无法提供标准仓单时,交易所有权作出如下处理:

(1)处以你方本次交易金额2%的违约金及5%的罚款;

(2)由交易所主持,在交易场内公开竞价征购标准仓单。成交价与原合约之间价差、交易手续费、仓储费等一切经济损失均由你方承担。

(3)终止你方合约的履行,清算原合约成交价与当月最后交割日(即25日)的现货结算价之间的价差,由此所产生的一切损失均由你方承担。

以上处理规定中第(1)条必须执行,第(2)条和第(3)条,交易所有权根据具体情况选取一种执行。

当你方作为买方交割违约时,交易所有权作出如下处理:

(1)处以你方本次交易金额2%的违约金及5%的罚款;

(2)交易所对已接收的标准仓单进行公开拍卖,造成的价差、交易手续费、仓储费等直接经济损失由你方承担。

(3)终止你方合约的履行、清算原合约成交价与当月最后交割日(即25日)的现货结算价之间的价差,由此产生的一切损失均由你方承担。

以上处理规定中第(1)条必须执行,第(2)条和第(3)条,交易所有权根据具体情况选取一种执行。

交割违约的损失,交易所结算部门有权从你方的保证金帐户或结算帐户的存款中划转;如存款不足以抵偿损失时,交易所有权对你方采取暂停交易和其它的追偿措施。

六、争议的解决

如果你方违约且对交易所依据本合约条款所作的处理持有导议,根据《深圳有色金属交易所管理暂行规定》你方可向交易所监委会申请仲裁。申请仲裁的当事者须提出书面申请,并承认由监委会作出的书面裁决为终局裁决。

七、本合约中所有期限的终止日,如遇法定节假日,按公休日天数顺延;如遇特殊情况,由交易所另行通知。

八、本合约在每个交易日的具体交易时间由交易所另行公布。

九、本合约中未提到的情况均按《深圳有色金属交易所管理暂行规定》和《深圳有色金属交易所交易规则》进行处理。

十、《深圳有色金属交易所特级铝标准合约附件》是本合约不可分割的一部分。

二、期货合约的产生

1.期货合约的产生

期货合约有一个产生、交易、到期平仓或交割结束的周期,了解这个周期,对于深入认识期货合约是有着重要意义的。

期货合约的产生如同其他商品一样,有一个调查、设计的过程。开始是由期货交易所的新产品开发部门进行广泛地研究,设计出一个合约,然后交市场交易人士讨论,修正后在市场上交易。一般新产品开发的成功率很低,许多品种推出来后都失败了。一般一个成功的期货合约有以下几个条件:该商品有大量的现货交易;该商品价格波动频繁,有较强的不可测性;该商品现货交易者有强烈的保值愿望;该商品交易能吸引大量投资者入市。

在美国,一个新商品的上市在交易所完成了设计之后要经过联邦期货交易委员会的审查,待批准后才允许上市。联邦期货交易委员会审查该合约能否上市有几个标准:①该期货合约是否对全社会公众有利而无害;②该合约是否有利于经济发展;③是否符合市场参与者的整体利益;④该合约交易是否有一个公正、公平、有秩序的市场;⑤设计的交易的地点和秩序与实际商品交易过程是否相符。

被联邦期货交易委员会批准了之后,该合约将在交易所上市。在开始交易前,要公布该合约的详细内容,包括合约的品种、规格、数量、交割地点、交割商品的等级以及合约的月份。同时,要公布该合约从开始交易到期满交割的时间是多长。尽管各交易所和各个品种是不一样的,但一般而言,皆以1～2年为期。其中农产品期货合约交易期限最短,这与农业生产周期有关系。

美国芝加哥商品交易所交易的玉米、美国长期国库券的有效交易月份如下表所示:

表 5.2.8　有效交易月份表(1987 年)

玉　米		美国长期国债	
7 月	1987 年	9 月	1987 年
9 月	1987 年	12 月	1987 年
12 月	1987 年	3 月	1988 年
3 月	1988 年	6 月	1988 年
5 月	1988 年	9 月	1988 年
7 月	1988 年	12 月	1988 年
9 月	1988 年	3 月	1989 年

资料来源:李宗贤主编《迎接商品期货世纪》,台湾出版,第 56 页。

以表中玉米来说,1988 年 9 月期的合约在 1987 年 5 月期合约期满以后就开始交易。以国债来说,1989 年 3 月期的长期国债期货合约在 1987 年 6 月期合约期满以后就开始交易。

期货合约是年复一年连续交易下去,旧的合约期满交割,新的合约按既定交易月份上市交易,不断循环,为市场使用者服务。

期货合约交易,平仓或交割在期货交易流程中有所涉及,故在此不再细述。

2. 期货交易的报价

上面 1 中列举了许多期货合约,不同的期货合约有不同的报价方式,这是由其商品的特点和行业交易习惯所决定的。

如黄金以每盎司多少美元即美元/盎司报价,单位为美分,而白银则因价格低,报价是美分/盎司,则最小报价单位为 0.1 美分。谷物则视其情况而定,有的是美元/吨,有的是美分/蒲式耳,活牛、活猪则是美分/磅,燃料油是以美元/加仑,石油以美分/桶,有色金属是美分/磅。这些报价往往与现货一样,一目了然,只有外汇、利率期货报价需要予以说明。

外汇期货的报价方法有两种,即美式报价法和欧洲报价法。美式报价法是 1 个外汇相当于多少美元。如芝加哥商业交易所的外汇价格是以 1 特定外汇兑换多少美元来报价,举例来说瑞士法郎报价 0.6000 表示一瑞士法郎等于 60 美分,英磅报价 1.6000 表示一英磅等于 1.60 美元。欧洲报价法正与此相反,是以 1 美元能兑换多少其他货币的比率表示。如芝加哥商业交易所报价德国马克为 40.00 美分,则表示银行间的兑换率为 1/0.4=DM2.50。

三、我国期货合约的设计

期货市场是以合约买卖为特征的市场,是交易范围不断扩大开放性的市场,是交易规范为国际公认的国际性市场。期货合约的设计,首先必须符合国际惯例,有可行性;其次必须标准化,易于操作,再者要立足国情,符合实际。为此,对期货合约的设计,提出以下参照性的原则。

1. 期货品种

期货商品的选定关乎期货市场的成功和失败。尽管可用作交换的商品繁多,然而,用作期货交易的商品必须是:①关系国民经济发展和人民生活普遍需要;②耐储藏并适用于远途运输;③有固定的并易于划分测定的质量、规格、等级标准;④价格和经营不受行政和非经济因素干预;⑤价格波动频繁有分散价格风险、保值需求;⑥大批量生产并大批量流通,拥有众多的买主和卖主;⑦供求不稳,难于预测。反之,不具有上述特点的商品都不宜作为期货品种。

基于上述要求,目前我国可开办期货交易的品种主要是:谷物类的小麦、玉米、大豆、大米等;油料类的花生、菜籽、芝麻、棉籽及其油脂等;纤维类的棉花、红黄麻等;食糖类的原糖、精制糖等;有色金属类的铜、锡、铝、铅、锌、镍等。有待今后进一步开发的品种有:畜产类的生猪、猪肉、鸡等;林产类的木材、胶合板等;石油类的原油、汽油、丙烷等;贵金属类的黄金、白银、铂金、钯等;金融类的证券、股票、外汇、汇率、利率等。

这里需要指出,以上品种虽都可以作为期货商品,但都必须经过国家期货监管机构(如同美国 CFTC)批准,才能进入期货市场交易,没有经过批准的品种一律不准开办期货交易。同时,我国期货市场。仅是起步阶段,没有实践经验,应先从粮油、棉花、食糖、金属起步,待取得经验后,再向其它品种扩展,切不可一哄而起。

2. 合约单位

为了既能和国际通用标准相一致,又能符合我国实际,合约单位应区别不同情况进行设计:

(1)计量单位:统一使用公制计量单位。如合约单位数量用吨,报价单位用公斤,货币单位用人民币元、角、分、厘。

(2)粮、油、棉花、糖生产、经营分散,拥有的交易者比较多,又主要是立足国内交易的特点,期货合约单位数量宜小不宜大,每张合约按 10 吨设计为宜。这样既有利于适应大的生产、经营、消费、外贸、金融

企业参与交易，又利于吸引广大的居民群众参与期货投资。

（3）有色金属鉴于参与国际性期货贸易量比较大，而又多为大型企业生产、使用，合约单位数量可按 25 吨设计。

（4）合约单位按我国惯常用语宜一律用张称谓。

3. 标准品级

期货合约标准品级应采用国内外贸易中通用和交易量较大的商品品级作为期货合约的标准品。

（1）粮、油、棉、糖品种质量一律执行中华人民共和国国家标准（或部标准）。

（2）标准品级一律以国家标准中等品级为准。

（3）有色金属（铜、锡、铝、铅、锌、镍）国内交易一律执行国家标准；国际交易一律执行伦敦金属交易所规定的国际通用的质量标准。

（4）替代品级：期货合约规定的品级只是有代表性的标准品级，与需要交割的实际商品品级很可能发生差异。在坚持按标准品级交割的同时，应本着同种不同级的精神，交易所有权具体规定可以替代交割的品级，以及品级之间的价差。结算价格按高或低于标准品级的差价增价或减价处理。

4. 合约月份

由于不同商品具有不同的生产、流通、使用性能，应对不同的商品设计不同的合约月份和合约期的长短。

（1）具有季节性生产的商品：如小麦、玉米、黄豆、花生、菜籽、芝麻、棉籽、棉花、糖等属于季节性生产，常年流通的商品，这些产品的合约月份要把生产的季节性和流通的常年性结合起来设计。如小麦合约月份可分为 7、9、11 和翌年的 1、3、5 各月设计；玉米可分为 11 和翌年的 1、3、5、7、9 各月设计。

（2）非季节性生产的商品：如金属的生产没有季节性，可设计为每年的 1—12 月份的每个月都为合约月份。

（3）合约期：发现并形成远期价格，以指导生产和流通，是开展期货贸易的重要目的之一，农产品期货的合约期可设计为：近期合约为半年；中期合约为一年；远期合约为一年半，并鼓励买卖远期合约。这样作的好处，拿小麦生产来讲，10 月份是小麦的播种季节，如果在这个时候就有了翌年 7 月份的小麦期货价格，农民就可以参照这个价格计算他的收益，卖出来七月份的期货合约，安排他的小麦生产，以达稳定生产和收益的目的。

5. 最小变动价位

期货贸易是公开竞价的交易，最小变动价位的设计，关系到交易的气氛、交易双方的利益、交易的效率。最小变动价位宜本着这些要求来设计。以小麦为例，如果每公斤每日价格最大波动限幅是 4 分，每次变动价位为 2 厘，可变动 20 次，这就体现了讨价还价的“分厘之争”。也就是说价位越多，选择余地越大，成交的机会越多，越能满足交易者的意愿。其它商品的最小变动价位都可照此思路设计。

6. 每日价格最大波动限幅

每日价格最大波动限幅的设计应从两方面着想：一方面要考虑到期货市场要保持大稳定小波动的格局，如果限幅过小，交易无利，投资者就不愿参与期货交易；如限幅过大，过分刺激投机，又会助长市场的不稳；如发生亏赔，数额过大又会承受不起。要在调查研究不同商品近几年来价格涨落变化的基础上，设计确定每日的价格最大波动限幅，做到恰到好处。仍以小麦为例，假设每张合约 10 吨，每公斤升或降价 4 分，每张合约涨或跌价 400 元。这对盈者、亏者都比较适应。

价幅是一次性规定，定后是固定不变的，是停板的根据，设计要慎重。

7. 交易时间

交易时间的确定要本着两个前提：一、期货市场是参与者比较多，交投活跃的市场，既要有足够的交易时间，也要始终保持紧张活跃的气氛；二、期货市场实行每日结算制，要给当日的结算工作留下足够时间。可根据不同商品的交投情况有区别地设计：

（1）可采取一班连续交易制。即从每个营业日的上午 9 时开市，连续交易到下午 2 时。

（2）也可采取两班间歇交易制，即从每个营业日的上午 9 时开市到 11 时停市，下午从 1 时开市到 3 时停市。

（3）时间一律以北京时间为准。

8. 最后交易日

在期货交易中尽管期货合约可以买卖流动，但所有期货合约都必须通过对冲或依据合约规定进行现货交割而平仓。尽管绝大多数都是以对冲而了结交易，然而也总还有 1—3%的合约最终要进行实货交割。为实货交割提供充分时间，最后交易日可以定为合约中旬的最后一个营业日，从这天起到了合约月份的合约全部停止交易。这样定可有一旬的时间来完成实货交割。

按照国际惯例，交易所一般不负责实际商品的交割，只是为卖方将实际交付给合乎要求的买方制

订交割程序和监督交割。据此，整个交割过程是否可以这样设计：

第一步：合约月份的第一个营业日，交易所结算部应以当众公布的形式，向进入该月份的持多头、空头的交易者发出如不在最后交易日之前对冲了结交易的，要准备进行交接实货的准备。

第二步：从最后交易日起，停止合约交易，准备交割。

第三步：从最后交易日起进入交割期，实行三日交割制：

第一天为持盘日——这一天代表卖方的结算公司通知交易所的结算部门，转达客户要依据合约交付实货的要求。

第二天为通知日——在这天交易开盘前，交易所的结算公司为卖方找出持该多头合约时间最长的买方后，并通知买卖双方。卖方结算公司将销售发票送到交易所结算公司，然后转向买方的结算公司。

第三天为交割日——买卖双方结算公司通过交换栈单和应付款的保付支票而完成交割。开出的栈单必须是经交易所批准认可承担期货交割的仓库的栈单，否则一律视为无效栈单，不得作为交割凭证。

第三章　期货市场的组织结构

期货市场是进行期货交易的场所。期货交易是期货投资者通过期货经纪机构，在期货交易所内，根据交易所的交易规则买卖期货合约的行为，期货交易是由期货结算所来进行结算的，所有上述这些行为都是在政府监管机构的严格监管下进行的。因此，完整的期货市场的组织结构应该由五个部分组成：期货交易主体、期货交易对象、期货交易所、期货结算所和期货市场的政府监管机构。期货市场经过一个半世纪的发展和完善，已经形成了一整套严密的组织体系和严格的规章制度，有力地促进了期货市场自身的发展，保证了期货市场的正常运行。

一、期货交易所

所有的期货交易都是在期货交易所内进行的，期货交易所就是进行期货合约买卖的场所。

1. 期货交易所的成立及其作用

早期的期货交易所一般是由现货远期交易市场演变而来的，随着期货交易方式的产生和发展，在这些交易市场里期货交易逐渐取代了现货远期合约交易，现货远期交易市场就演变成为专门从事期货交易的期货交易所。后来成立的期货交易所，情况就发生了变化，有的期货交易所是由政府直接出面组织成立的，但大多数期货交易所主要还是由从事商品交易的商业人士基于共同的商业利益和需要而自愿组织成立的，但必须经过政府主管机关的批准认可后才能从事期货交易。

目前世界上绝大多数的期货交易所根据其性质可以划分为两种类型：一类是公司制，另一类是会员制。公司制期货交易所通常由若干股东共同出资组建，以盈利为目的，股份可以按照有关法律规定进行转让，交易所每年的营业盈余按照每个股东所持有的股份大小在股东之间进行分配。公司制期货交易所的权力机构是股东大会以及由股东大会选举产生的董事会。会员制期货交易所是由全体会员共同出资组建，认购等额的会员资格费作为注册资本。会员认购的会员资格费，是取得会员资格的基本条件之一，不是投资行为，不存在投资回报问题。交易所是会员制法人，以全额注册资本对其债务承担有限责任。会员制期货交易所的权力机构是由全体会员共同组成的会员大会，会员大会的常设机构是由全体会员选举产生的理事会，因此，会员制期货交易所是实行自律性管理的非营利性的会员制法人。会员制期货交易所与公司制期货交易所相比，有许多优点，其中最主要的一点就是会员制期货交易所有利于防止交易所为了片面追逐利润而故意刺激交易量，有利于建立完善的会员自律管理机制。由于会员的出资仅仅是购买会员资格，不是购买受益凭证，不是投资行为，不存在投资回报问题。会员出资的回报只能从席位增值或者交易盈利中获得，这就解决了交易所为了片面追求手续费收入而有意刺激交易量问题。此外，交易所的权力机构是会员大会和理事会，全体会员都有平等的权利参与交易所的经营管理，因此，会员制期货交易所更有利于保持公平、公正、公开的特征。目前世界上绝大多数的期货交易所都采用会员制，但也有一些公司制的期货交易所，例如香港联合交易所有限公司（The Stock Exchange of Hong Kong，Ltd）等。

期货交易所只是为期货交易者提供一个交易场所，本身并不参与期货交易，不拥有任何商品，不买卖期货合约，也不参与期货价格的形成。但是，期货交易所对于期货交易的正常开展，具有十分重要的作用：

（1）为期货交易提供了一个专门的有组织的交易场所和先进的交易设施；

（2）为期货交易制定了标准化的期货合约，大大提高了交易效率和市场流动性；

（3）制定并实施交易规则和其他规章制度，确保期货交易的公平有序进行；

（4）充当交易的中介，为在交易所内达成的所有期货合约提供履约担保；

（5）对因期货交易而产生的经济纠纷提供富有效率的调解和仲裁；

（6）为期货交易所会员和社会公众提供信息服务，等等。

2. 期货交易所的组织结构

目前绝大多数的期货交易所都采用会员制组织形式，因此这里主要介绍会员制期货交易所的组织结构。

第一，权力机构

会员制期货交易所一般由全体会员组成会员大会，会员大会是交易所的最高权力机构，决定交易所的方针大略，由会员大会选举产生的理事会是交易所的最高管理机构或会员大会的常设执行机构。理事会的主要职责是：①召集会员大会，向会员大会报告工作，执行会员大会所作出的决议；②制定、修改或废止期货交易所的交易规则或重大规章制度；③聘任或解聘总裁、副总裁、总会计师等交易所的高级职员；④拟定交易所的财务预决算方案和年度工作计划；⑤审查会员的资格，决定会员的接收和资格转让，决定对会员的处分；⑥决定期货交易所各专业委员会和职能部门的设置和职责；⑦拟定期货交易所合并、终止及清算方案；⑧会员大会授予的其他职责。

理事会成员来源于三个方面：由会员大会选举产生的会员理事、政府期货管理部门委任的理事以及非会员的社会公共理事，理事会的这种组成结构保证了它能够代表社会各方面的利益。

为了保证和协助理事会更加有效地开展工作，通常还在理事会下面设立若干专业委员会，专业委员会或者由会员大会选举产生，或者由理事会直接任命。专业委员会有权向理事会提出各种建议，协助理事会管理交易所，包括：提出理事长、理事会成员以及专业委员会候选人，监督财务，监督调查交易所会员的业务活动，调解、仲裁会员之间的交易纠纷，审查交易所的会员资格，监督交易厅内的业务活动，监督市场报告制度的实施，管理交易所的不动产设备，制定与修改交易所的各种规章、规则、制度，检验到期交割的实货商品，管理仓库、衡器，对外公关与宣传等等。各个期货交易所根据开展业务的需要都设立了数量不等的专业委员会，例如芝加哥期货交易所就设置了会员资格审查委员会、交易行为管理委员会、合约规格委员会、结算委员会、规则委员会、检查交收委员会、经纪人资格委员会、仲裁委员会、对外公共宣传委员会、交易厅委员会以及各个交易品种的专业市场委员会等共 100 多个专业委员会，这些专业委员会的设立和有效工作，有力保障了交易所广大会员民主管理交易所的权利的实现。

第二，行政机构

交易所的日常行政业务由总裁负责，总裁下设几个甚至十几个负责具体某一方面业务的副总裁。交易所总裁由理事会聘任，一般是理事会成员。总裁的职责主要有：组织实施会员大会和理事会决议，并向理事会报告工作；主持期货交易所日常交易和行政管理工作；提名副总裁和总会计师等高级职员，决定交易所机构设置以及员工聘任和辞退；会员大会和理事会授予的其他职权。

为了开展业务的需要，交易所一般还下设以下一些职能部门：

(1)综合部。负责协调交易所的日常行政工作。

(2)交易部。负责交易所上市商品的交易业务以及交易场所的现场管理。

(3)信息部。负责统计、分析、发布期货交易的行情信息，以及交易所计算机系统的开发、管理和维护。

(4)法规部。负责期货交易法规的制订、发布、解释和修订工作，负责有关法规、政策的收集和研究以及交易所其他有关法律法规问题的咨询和处理。

(5)发展研究部。负责交易所发展目标与规划的研究，负责交易所的市场开拓、上市品种和标准期货合约的研究与设计，负责收集、整理、分析期货市场的情报资料和市场信息。

(6)监审部。负责会员交易行为的监督、违规违约行为的调查、处罚，负责交易所风险预警及控制。

(7)人力资源部。负责交易所的机构编制以及交易所员工的人事管理。

(8)财务部。负责交易所的日常会计核算和财务管理，负责交易所年度财务预决算的编制、分析和控制。

(9)结算部。负责期货合约在交易全过程的结算工作，负责实物交割的结算工作，负责期货交易保证金管理和交易过程中有关税费的收取和交纳。

(10)交割部。负责交易所到期末平仓期货合约的配对和实物交割，负责交易所标准交割仓库的管理，处理和协调交割过程中产生的各类纠纷。

(11)公共关系部。负责交易所的形象策划、宣传联络，以及对外的教育培训工作。

第三，监督机构

除了权力机构和行政机构以外，会员制期货交易所一般还设有监督机构——监事会。监事会的主要职权范围如下：①依照国家有关法律、法规、政策和交易所的规章制度，对交易所的活动进行监督检查；②监察交易所理事、总裁、副总裁、总会计师等高

级职员执行会员大会、理事会决议的情况；③监察交易所理事、总裁、副总裁、总会计师等高级职员以及其他工作人员遵守国家法律、法规以及交易所规章制度的情况；④检查交易所规章制度的执行情况以及财务情况；⑤有权对违法、违规、违纪事件进行调查，并依法作出处理意见和处理决定；⑥有权提议召开会员大会和理事会会议，对理事会的决议如有异议有权提出复议；⑦交易所章程所授予的其他职权。

监事会的组成结构与理事会类似，其成员也包括三个方面：由会员大会选举产生的会员监事、非会员的社会公共监事以及由政府期货管理部门委派的监事。监事会的这种组成结构充分代表了社会各方面的利益，保证了监事会能够对交易所的活动实施有效的监督，从而保证了期货交易所的正常运行。

3. 期货交易所会员

期货交易所的会员，经过正式申请并审查批准后，才能成为正式会员。一旦成为会员，也就能够享有各种权利，如会员可以直接在交易所内从事期货交易，而非会员只能通过委托会员代理才能够进行交易，同时会员还享有向交易所支付较少的佣金和其他优惠，参与交易所的管理等权利。在通常情况下，根据会员能否接受他人委托在交易所内从事期货交易来划分，交易所会员可以分为一般会员和全权会员两大类。

(1)一般会员。一般会员只能在期货交易所内从事自营期货交易业务，而不能接受他人委托从事代理业务。一般会员有时不一定亲自进入期货交易所内进行交易，他也可以委托其他会员代理自己进行交易，同时可以享受较低的手续费率，但不能接受客户的委托进行交易。

(2)全权会员。全权会员是指既可以在期货交易所内从事自营业务，又可以从事代理业务的会员。全权会员既可以亲自进入期货交易所内进行交易，也可以委托其他全权会员代理自己进行交易。

二、期货结算所

期货结算所，又称"票据交换所"或者"期货清算所"，主要负责期货交易的结算，包括到期末平仓期货合约的交割和未到期合约的平仓，并承担每笔交易的清算和期货合约到期履约等责任。

1. 期货结算所的种类与作用

目前世界上的期货结算所有两种类型：一类是分离于期货交易所之外的独立的期货结算所，如芝加哥期货交易所清算公司；另一类期货结算所则包含于期货交易所之中，是期货交易所下设的一个职能部门，如芝加哥商业交易所和纽约金属交易所。期货结算所的这两种体制各有其优点，前者的优点是期货清算过程客观公正，具有安全性，有利于控制期货交易风险，后者的优点是工作关系比较顺畅，易于管理，效率较高。

无论期货结算所采用哪一种体制，其所发挥的作用都是大致相同的。

(1)期货结算所充当买卖的"第三方"，简化结算手续，活跃交易。期货结算所在期货合约的结算过程中充当买卖各方的对方，即相对于卖方而言是买方，相对于买方而言是卖方，因而期货交易的买卖双方无需知道自己真正的交易对方是谁，他们只需要同期货结算所进行结算就可以了。这样，任何交易者都可以随时通过其经纪行进行反方向买卖同一月份同种商品的期货合约，以此来解除其到期的履约责任，而不必去征求其真正的交易对方同意与否，这样就简化了结算手续，大大活跃了交易。

(2)期货结算所大大简化了期货交易的实物交割。当期货合约到期后，就必须进行实物交割。由于期货交易本身的特点。这张期货合约很可能在到期以前已经经过了多次转手，假设先由甲售给乙，再由乙转售给丙，丙再转售给丁，丁持有该期货合约直至到期，其中乙、丙因为既买又卖，均已通过期货结算所抵消其履约义务，所以最后只剩下最初的卖者甲和最终的买者丁来履行合约所规定的义务。此时，最初的卖者甲和最终的买者丁只需通过期货结算所将货物和货款交给对方，并在期货结算所的监督下完成最终的实物交割即可，这就使得原先非常复杂的交易链变得非常简单明了。

(3)期货结算所担保期货合约的履行。由于期货结算所在结算中充当买卖双方的第三方，这样，即使合约的一方陷于破产和倒闭而无法履约，期货结算所亦负有履行合约的责任，以保障期货合约持有者的合法权益，这样就维护了期货交易的正常秩序，保证了期货交易的顺利进行。

2. 期货结算所的机构设置

期货结算所的日常工作通常由结算所总裁负责，总裁是由结算所全体会员选举产生、并经过有关的期货交易所和政府主管部门认可的。为了开展结算业务的需要，期货结算所内部通常设有登记部、结算部、经济部、信息部、交割部等职能部门。

(1)登记部。派专人进驻期货交易所，负责期货交易状况登记，并整理保管有关的交易登记资料。

（2）结算部。负责期货合约在交易全过程的结算工作和实物交割的结算工作。

（3）稽核部。负责管理每一个结算会员在结算所内的结算帐户，核算每个结算会员的交易情况和资金结存情况，根据市场风险程度的大小向期货交易所建议决定各种保证金的收取水平，负责结算会员每日保证金的追收和返还，负责对每个结算会员的资信状况进行动态监督审查。

（4）交割部。负责到期末平仓期货合约的配对和交割，负责标准交割仓库的管理。

（5）信息部。负责将每一笔成交价格输入电脑，并及时将期货交易成交价格信息提供给新闻媒介。

3. 期货结算所会员

与期货交易所相类似，期货结算所也采用会员制。期货结算所是由结算会员组成的，结算会员又是在期货交易所的会员中产生的，所以，结算所的会员一定是交易所的会员，而反过来则不一定成立，交易所的会员未必是结算所的会员。交易所会员中只有那些资金实力雄厚、信誉状况良好的会员才能够成为结算所会员。结算会员可以分为两种类型：

（1）全权结算会员。全权结算会员都是资金实力雄厚、组织机构与规章制度健全、信誉可靠的大公司。全权结算会员既可以为自己所从事的期货交易进行结算，也可以代理其他无结算会员资格的交易所会员进行结算。

（2）普通结算会员。普通结算会员的综合实力较全权结算会员稍差一些，因而这类结算会员所享受的权利和承担的义务同全权结算会员相比也少一些。普通结算会员只能为自己所从事的期货交易进行结算，而不能代理其他会员进行结算。

期货市场上所进行的全部交易都是通过结算会员进行结算的，所以结算所会员在期货市场的组织体系中处于十分重要的地位，因此世界各国对结算会员的要求也非常高。结算会员一般应该满足以下条件：

（1）实力雄厚、信誉良好。期货结算所的会员必须是有关期货交易所的会员，但期货交易所的会员却不一定能够成为期货结算所的会员，只有资金实力雄厚、信誉良好的期货交易所会员才有资格提出申请，并经过各有关方面的严格审查以后，才能够成为结算所会员。

（2）向期货结算所交纳巨额结算保证金。结算会员必须向期货结算所交纳数额从数千美元到数百万美元的保证金，而且保证金必须是现金，以便作为结算准备金，供期货结算所随时调用。

（3）结算会员必须在期货结算所附近设立办事处。根据期货交易规则，期货交易所会员必须在当日交易结束后通过结算会员结算当日所做的全部期货交易。结算会员不仅要为自己结算，而且要为非结算会员结算，因而结算会员的业务是非常繁忙的，因此，期货结算所要求结算会员必须在结算所附近设立办事处或营业机构，以便使保证金、支票、汇票、交货通知书等文件能够迅速地交换和传递。

4. 期货结算所的管理制度

期货结算所自成立以来，在控制期货市场风险、保障期货市场安全运行方面发挥了重要作用。期货结算所之所以能够起到这种作用，除了期货结算所及其会员具有雄厚的资金实力和期货结算所特有的分层次控制风险的组织体系以外，还应该归功于期货结算所在长期实践中形成的一整套严格的管理制度。这些管理制度主要有：

（1）登记结算制度。登记结算制度规定，在期货交易所内成交的每一份期货合约，都必须在期货结算所内进行结算，严禁结算会员将其所代理结算客户的合约进行私下对冲。

（2）风险连保制度。期货结算所的会员一般都是信誉良好、资金实力雄厚的大公司，除此之外，期货结算所的股东通常也都是国际上知名度较高的大银行或大金隔机构。例如伦敦清算行（London Clearing House）的股东就是英国主要的6家银行：巴克利银行（Barclays Banks PLS）、劳埃德银行（Lloyds Banks PLC）、中部银行（Midl and Banks PLC）、威斯敏斯特国民银行（National Westminster Banks PLC）、苏格兰皇家银行（The Royal Bank of scotl and PLC）和标准租赁银行（Standard Chartered Bank PLC）。如果由于突发性事件而发生了伦敦清算行及其会员所无法抵御的风险，则伦敦清算行的六大股东有义务在最短的时间提供1.5亿英镑的资金给伦敦清算行以平息风险。可见，结算会员、期货结算所和期货结算所的股东之间所实行的这种风险连保制度，大大提高了期货市场的风险抵御能力。

（3）结算保证金制度。结算保证金制度是指期货结算所规定每一个结算会员都必须在结算所内存入一笔结算保证金，用以作为结算会员为自己或其他非结算会员代为结算提供担保。每种期货合约的保证金数额由结算所决定，一般情况下，结算保证金是根据结算会员手中的买入持仓与卖出持仓冲抵后的净持仓来计算的。

(4)逐日盯市、每日无负债结算制度。逐日盯市、每日无负债结算制度是指期货结算所在每日交易结束后,根据当日结算价计算出每位结算会员当日的持仓盈亏,如结算会员存在持仓亏损,则该持仓亏损额必须在第二天交易开市前予以补足、否则第二天开市后结算所有权对该结算会员的在手合约实施强制平仓。同样道理,结算会员对非结算会员、期货经纪公司对客户都实行逐日盯市、每日无负债结算制度,这样,就保证了客户对期货经纪公司、非结算会员对结算会员、结算会员对期货结算所在每日交易结束后都不存在负债,使得期货结算所能够作为买卖双方的第三方,对一切经过它结算后的期货合约的买卖提供担保。近年来,随着期货市场风险日益增大和电子交易系统的发展,逐日盯市、每日无负债结算制度已经开始逐渐被逐笔盯市、每笔无负债结算制度所取代,使期货市场的风险管理又迈上了一个新的台阶。

(5)最高持仓限额以及大户申报制度。为了防止期货市场上的操纵和垄断行为,保护大多数期货投资者的利益,防止期货市场出现不正常的价格波动,期货结算所对每一会员在一定时间内的最高持仓量作出限制性规定。这种最高持仓限额分为绝对持仓限额和相对持仓限额两种。绝对持仓限额是指期货结算所根据每种期货合约的具体特性制定一个最高持仓量的绝对数量标准。相对持仓限额是指期货结算所对每一会员的持仓量占市场总持仓量的比例制定一个限制性标准。目前有的期货结算所采用绝对持仓限额,有的期货结算所采用相对持仓限额,还有的期货结算所采用绝对持仓限额和相对持仓限额双重标准。无论某会员或客户的持仓量达到其中哪一个标准,均须按照有关规定进行申报,并且同时要采取提高保证金水平等风险处理措施。

(6)风险处理制度。风险处理制度是指期货结算所规定,当结算会员破产或无法履约时,结算所可以采取以下一些保护性措施,以防止事态进一步恶化。这些措施包括:

①立即将该结算会员的所有持仓予以平仓或向其他会员转移持仓。

②如果采取了上述处理措施后,该结算会员仍出现亏损,则动用该结算会员的结算保证金进行抵补。

③如果动用了该结算会员的结算保证金仍不足以弥补亏损,则动用所有结算会员的结算保证金进行抵补。

④如果动用了所有结算会员的结算保证金后还不足以弥补亏损,则动用期货结算所的风险基金。

⑤在必要的情况下,期货结算所也可以要求全体结算会员增交结算保证金,以增强整体风险防范能力。

正由于在期货结算所内实行了以上一系列严格的规章制度,所以大大降低了期货市场上的风险,使期货市场成为一个履约率和安全性极高的交易场所。

三、期货经纪公司

1. 期货经纪公司的概念

期货经纪公司指接受期货交易投资者的委托,以自己的名义为期货交易投资者的利益进行期货交易的经济组织。套期保值者和投机者的交易指令,一般都是通过期货经纪公司在期货交易所内予以执行的。期货经纪公司一般自身不参与交易,而是代客户进行交易以收取佣金。由于绝大部分的期货交易都是通过期货经纪公司来进行的,所以期货经纪公司也是期货市场的一个重要的组成部分。

2. 期货经纪公司的设立

期货经纪公司的设立,必须按照一定的程序,根据国家有关期货交易的法律法规的规定,向政府期货交易主管部门申请登记注册,经主管部门审查批准后才能申领营业执照。申请成立期货经纪公司时,须呈报的材料有:

①设立申请书;

②本期货经纪公司的章程及其他业务规则;

③由法定验资机构出具的验资证明;

④本期货经纪公司的负责人,包括经理,各部门主管、董事以及拥有10%以上股票的股东个人申请书;

⑤与其经纪业务相适应的相应经营场所、设施的证明文件;

⑥有关法律、法规所规定的其他文件。

3. 期货经纪公司的内部机构

尽管各个期货经纪公司的内部机构设置不尽相同,这些机构的名称也不完全一样,但是根据其业务开展的需要,一般都设有如下部门:

第一,保证金部门

这一部门负责监督每一客户的保证金帐户,并密切注视每一客户的财务状况,防止个别客户超越其财务承受能力超量交易而给期货经纪公司带来风险。根据规定,每一客户的保证金都要单独设立帐

户,不允许不同的客户混用一个帐户,不允许把客户的资金与公司的自有资金混列。根据不同的情况,客户的保证金帐户又可分为私人保证金帐户、合伙保证金帐户、公司保证金帐户、委托保证金帐户。私人保证金帐户是专属于单个客户的保证金帐户,帐户只记录单个客户的期货交易及其盈亏情况,如客户去世,则有义务在最短的时间内将客户的所有头寸予以平仓。合伙保证金帐户是由两人合伙进行期货交易而共同开设的保证金帐户,它又分为联名保证金帐户和共同保证金帐户两种。联名保证金帐户是指两个合伙人中间如有一人死亡,则整个保证金帐户的权益全部归另外一个合伙人所有,死者遗属不得分享该帐户的权益。共同保证金帐户是指如两个合伙人中有一人去世,则由该期货经纪公司将保证金帐户平分为二,一份为另一合伙人所有,另一份由死者的继承人来继承。公司保证金帐户是指由生产或经营与期货商品有关的经济组织开立的保证金帐户,设立这种帐户时,期货经纪公司要检查该公司的营业执照,确认该公司有权生产经营这类商品,并要求该公司指定专人来负责与本期货经纪公司的业务往来。公司保证金帐户一般都与套期保值交易有关。委托保证金帐户是指该帐户的权益归户主所有,但户主委托他人进行操作,期货经纪公司只根据受托人的指令进行期货交易,因此开户时户主必须签署授权委托书,期货经纪公司也必须对该委托书的真实性与合法性进行严格的审查。

第二,结算部门

每一交易日结束后,期货经纪公司都要根据期货结算所公布的结算价格对每个客户的交易进行结算,核对每个客户的所有交易与结算所记录的是否一致,并负责与客户和结算所的应收应付款项的清算工作,这些工作都是由结算部门来负责的。

第三,交易部门

期货交易是通过场内经纪人发布交易指令来进行的,客户进行期货交易时,先把指令发给期货经纪公司,再由该期货经纪公司传给场内经纪人,为此,期货经纪公司设立了交易部门,负责将客户的交易指令传给场内经纪人和把场内的成交情况回报给客户。

第四,客户服务部门

客户服务部门负责向该期货经纪公司的客户提供各种必需的服务,如向客户解释期货交易的有关规则和手续,为客户办理开户手续,向客户报告市场行情等。

第五,实物交割部门

期货交易中不可避免要出现实物交割,为此期货经纪公司专门设立了实物交割部门来办理这些事务。

第六,发展研究部门

该部门负责研究分析期货市场与相关现货市场的信息,进行市场分析和预测,同时还要研究制定期货经纪公司的长期发展战略等。

第七,行政管理部门

该部门主要负责本期货经纪公司内部的行政管理工作。

四、期货交易投资者

交易投资者根据其参与期货交易的动机,可以划分为套期保值者和投机者。

1. 套期保值者

套期保值者是指那些把期货市场当作回避与转移价格风险的场所,利用期货合约作为将来在现货市场上买卖商品的临时替代物,对其现在已买进(或已经拥有或将拥有)准备以后售出的商品或者对将来需要买入商品的价格进行回避风险的个人或者企业。其一般做法是:在现货市场和期货市场同时进行数量相等但方向相反的买卖活动,即在买进或卖出现货商品的同时,在期货市场卖出或买入数量相当的期货合约,由于现货价格和期货价格的走势相一致,两者具有趋合性,故在现货市场上的亏损或盈利可以由期货市场上的盈利或亏损来冲抵。套期保值者的交易活动,在现货与期货之间,近期与远期之间,建立了一种行之有效的对冲机制,可以很容易地把价格风险降低到最低限度,以减少生产经营者的价格风险,使生产经营者能够锁定预期利润或成本,保证了生产经营活动的正常进行。套期保值交易是整个期货市场保持稳定的基础,是期货市场的生命力所在,没有套期保值者参加的市场是不稳固的,期货交易也无法正常发挥其经济功能,因为套期保值者给市场提供了一个基本的供需面。一般来说,套期保值者只从事与本企业的生产经营相关的商品的期货交易,他们进行期货交易的目的是寻求价格保障,尽可能地降低价格风险,从而把主要的精力集中于本企业的生产经营业务上,以此来取得正常的生产经营利润。套期保值者的交易特点为:交易量大;在期货市场中的头寸具有相对稳定性,一般不随意变动;期货合约的持有时间较长,只进行一次性平仓或实物交割,而不像投机者那样频繁转手。针对套期保

值者的重要作用和其交易特点，目前世界上许多期货交易所都对套期保值交易制订了一系列优惠政策，如保证金优惠，持仓限额适当放宽或取消，允许栈单抵充部分保证金等，以鼓励稳定市场的基石——套期保值交易的开展。

2. 投机者

投机者是指通过预测期货价格的未来变动趋势，以低买高卖的手段赚取期货价格波动差额的个人或企业。期货投机者与套期保值者的根本区别在于两者参与期货交易的动机与目的不同。投机者所追求的是通过期货价格的波动来赚取差额利润，他们对实际商品根本不感兴趣，除非万不得已，投机者是不会进行实物商品的交割的。而套期保值者所追求的则是回避价格风险，以期货市场上的盈利或亏损来冲抵现货市场上的亏损或赢利，来锁定预期利润或成本。期货投机者认为某种期货商品的价格上涨时，往往选择时机买入期货合约，这种做法被称为“买空”或“多头”，而当期货投机者认为价格将要下跌时，他先在交易所内抛售期货合约，然后待机补进，这种做法被称为“卖空”或“空头”。无论是“买空”还是“卖空”，都存在着非常大的价格风险，同时也存在着巨大的获利机会，关键取决于期货投机者的胆识和对价格的预测能力。期货投机者的交易特点为：每次的交易量一般都较小；在期货市场中的位置经常变换；期货合约的持仓时间较短，合约转手率较高。

期货市场如果没有投机者或者投机者数量较少，则套期保值者经常性地需要回避和转移价格风险的机会也就很少，甚至于无人来承担这笔风险。同时，由于套期保值交易的特点，套期保值者在期货市场中一般不轻易变换位置，持仓时间较长，而且交易量又特别大，所以往往需要几个期货投机者共同来承担一个套期保值者的交易量。市场中的投机者越多，市场的流动性就越好，套期保值交易就越容易实现，套期保值者的交易成本就越低。套期保值和投机是一种相互作用相互补充的关系，套期保值是期货市场保持稳定和正常发挥其功能的基础，而投机则是期货市场灵活运转和套期保值得以实现的保障，套期保值与投机两者相互作用相互协调，共同构成期货市场的两大基石，保证了期货市场的正常运行。

五、期货市场其他相关机构

在国外的期货市场中，还有中介经纪商、场内经纪人、期货交易顾问、期货基金经理等组织，这些组织在期货交易过程中发挥着重要作用，也是期货市场的一个重要组成部分。

1. 中介经纪商

中介经纪商根据美国《商品交易法》第二条（a）项的定义，系指“除已选择并登记为任一期货经纪商关系人的个人外，从事招揽或接受委托于任一期货市场，或依任一期货市场规则买卖任何未来交货的商品，但并不就上述业务所产生的任何交易或契约收受用以提供保证金或履约担保的任何金钱、证券或财产的组织或个人”。从此定义中我们可以看出，中介经纪商与期货经纪公司的最大差别在于中介经纪商不得向客户收取用于作为期货交易保证金的金钱，而期货经纪公司却有权而且必须向客户收取保证金。

2. 场内经纪人

场内经纪人是指为任何其他人，如商业机构、金融机构、私人交易者以及以投机为目的的公众执行任何类型的期货合约的个人。有些场内经纪人是为其所属公司机构进行套期保值交易或投机交易，场内经纪人必须本身是交易所会员或由交易所会员所指定的代表。场内经纪人既可代客户交易也可以为自己交易，因此为防止场内经纪人损害客户的利益，期货交易所和政府管理机构都制定了严格的规范对场内经纪人进行管理。在国外期货市场中，有权代理他人进行期货交易的全权会员的数量是有限的，众多的非会员期货交易者只有通过他们才能进行期货交易，因此场内经纪人的工作量是很大的，每名场内经纪人都在期货交易所的交易厅内装有几部电话，每部电话都直通其主要客户或与其有联系的经纪商，以便于接受客户的订单。应该指出，只有在采用人工喊价方式的期货交易所内才存在场内经纪人，在采用计算机自动撮合交易方式的交易所内是不存在场内经纪人的。

3. 期货交易顾问

期货交易顾问是指以收取报酬为目的，直接或以通过出版物、文件或电子媒介向他人提供期货或期权合约的买卖建议的人。由于期货交易是一种高度专业化的交易，影响价格的因素多种多样，各种技术指标纷繁复杂，因此期货投资者经常通过专业的期货交易顾问的帮助来进行期货交易。

第四章　金融期货

一、利率期货

1. 利率的基本概念和决定利率的因素

第一，利率的基本概念

利率是利息率的简称。利息是指在货币资金借贷关系中借款方付给贷款方的报酬。因此，利率则是指在一定时期内贷出货币数量同所获得的利息额的比率。

第二，决定利率水平的有关因素

从广义上讲，利率也是一种价格，因此，它和其他形式的价格一样，是由市场的供求关系决定的。基于这种认识，决定利率水平的因素就必须从供求两方面考虑。首先，供给方面的因素主要有：

(1)货币供给量。从理论上讲，在对货币的需求不变的情况下，货币供给量的增加，会使资金市场上出现供过于求的情况，这样就会导致利率水平的下降，从而使货币的供求在一个较低的利率水平上达到均衡。

如图 5.4.1 所示，r 表示利率水平，S_m 表示货币供给曲线，D_m 表示货币需求曲线，E 表示资金市场均衡点，S 表示货币供给量。图 5.4.1 中，资金市场上原来的均衡点为 E_1，利率水平为 r_1，货币数量为 S_1；在货币需求不变的情况下，当货币供给量由 S_1 增至 S_2 时，资金市场重新达到新的均衡点 E_2，利率水平也由 r_1 降至 r_2。因此，在货币需求不变的前提下，货币供给量的增加会促使利率水平下降。反之，在货币需求不变情况下，减少货币供给量会促使利率水平上升。因为，货币供给量的减少会使资金市场上出现求大于供的现象。而价值规律的作用必然使资金市场在一个新的利率水平上达到均衡。

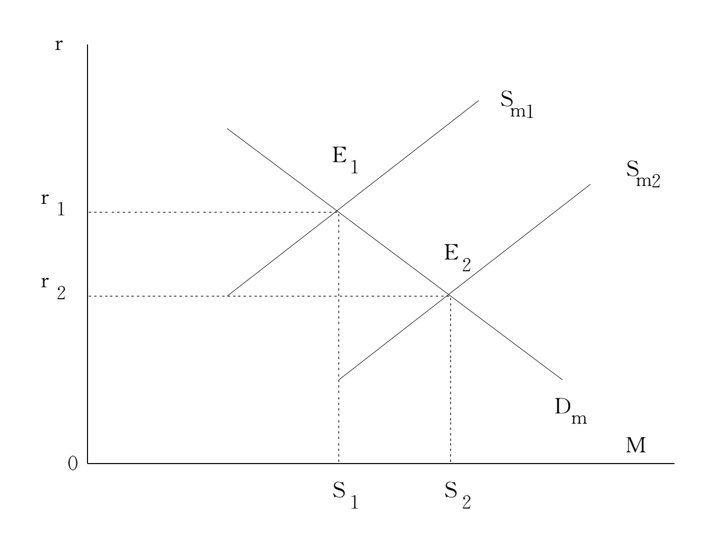


图 5.4.1

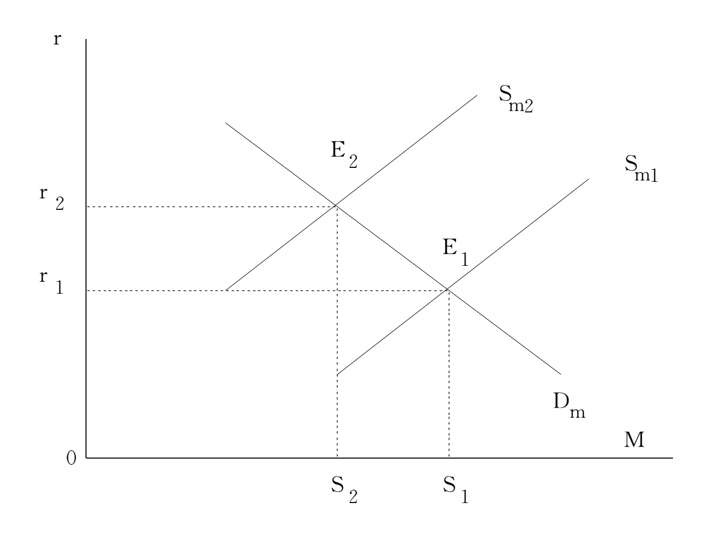


图 5.4.2

在图 5.4.2 中，资金市场上原来的均衡点为 E_1，在货币需求曲线不移动的条件下，货币供给曲线由 S_{m1} 移动至 S_{m2}，即货币供给量由 S_1 减少至 S_2，这时形成新的均衡点 E_2，利率水平增加至 r_2。

(2)货币政策。货币政策是影响利率水平的重要因素之一。因为，制定货币政策的基本目的在于促进经济的稳定增长，而经济增长速度的快慢是通过控制货币供给量和信贷规模来实现的。一般而言，中央银行控制货币供给量和信贷规模的方法主要有：

①公开市场业务。中央银行在公开市场上向交易商购买或出售长、短期政府债券以及其他政府有价证券。中央银行参加证券买卖的目的在于控制银行系统的储备。因为，如果中央银行出售证券，则它可以从交易商那里收取货币资金；若中央银行购买证券，则它必须向交易商支付货币资金。

②准备金比率。改变银行的准备金比率也可促使利率水平发生变化。准备金比率一般由中央银行规定。每一家商业银行都必须按照准备金比率的高低将其一部分存款作为准备金，而不能把存款全部贷出。在这种情况下，如果中央银行降低准备金比率，商业银行可用于借款的资金就多一些，利率水平就会降低；反之，若提高银行的准备金比率，商业银行可用作贷款的资金就会减少，利率水平就会上升。

③贴现率。增加准备金的另一方法，就是商业银行向中央银行借贷。这种借贷利率被称为贴现率。在美国，贴现率水平由联邦储备系统的理事会决定。若联邦储备系统降低贴现率，则表明银根放松，各家商业银行可用于贷款的奖金会增加；反之，若贴现率提高了，则说明银根紧缩，各商业银行可以用来贷款的资金便减少了。

(3)财政政策。一个国家的财政也是影响利率水平的重要因素。无论是扩张性财政政策还是收缩性财政政策都会对利率水平发生影响。从各国情况看，政府用于影响利率水平的财政工具主要有：

①公共工程。公共工程的建设周期一般都比较长，规模也较大。因此，公共工程的兴办也可以作为政府可以采取的长期财政政策。

②税率。税率的变化会对个人可支配收入和政府财政收入产生极大的影响。采取鼓励投资的税收政策，即降低税率，则社会上个人和企业手里的资金增多，利率水平就会下降；而若采取抑制性的政策，利率水平就会上升。

③军费开支。军费开支也是一个国家财政支出中的重要项目。因此，军费开支的增加或减少，都足以引起利率水平的变动。此外，政府用于帮助穷人、失业人员以及老年人等等的福利支出，也会对利率水平产生一定的影响。

影响利率水平的因素，不仅有供给方面的，而且也有需求方面的。

(1)企业对货币的需求。企业对货币的需求，主要表现为其对信贷资金的需求。这种需求，是与经济发展周期相联系的。在经济发展上升时期，各企业的发展前景看好，企业家们就会期望通过信贷实现较

高的收益，因而这一时期企业对信贷资金的需求极为迫切。与此相反，在经济发展相对停滞时期，企业对信贷资金的需求则不足。因此，利率水平的变化也是与经济发展周期密切相关的。在经济上升时期，利率水平就会逐渐上升，而在经济停滞时期，利率水平又会随之降低。

企业作为信贷资金的需求者，其对利率水平的影响，可以由存货的变化具体地说明。对存货的投资是企业要求信贷资金的主要原因之一，而存货的变化与经济周期的变动又有着紧密的联系。例如，存货的增加，表明经济增长变缓，因为销售跟不上生产的发展，这时，企业对信贷资金的需求就会减少，利率水平就会下降；相反，存货减少，则意味着经济迅速发展，社会对企业产品需求的增加会促使企业争取更多的信贷资金，这就会产生利率上升的压力。因此，存货的增减，不仅是经济情形好坏的晴雨表，而且也是利率水平升降的先兆。它们之间的关系用图表示，则如下：

存货↑→经济↓→利率水平↓

存货↓→经济↑→利率水平↑

(2)建筑业的影响。建筑业是一国经济的主要支柱之一。在经济呈现周期性发展的时候，建筑业也表现出类似的变动规律。在经济迅速发展时期，建筑业首先呈现出蓬勃生机，信贷需求相当旺盛；而当经济出现衰退时，建筑业自然也是首当其冲，无法幸免。同样，建筑业的变动，也是衡量企业活动的晴雨表。一般来说，开工房屋数量的多寡与经济发展的快慢以及信贷需求的强弱成正比。因此，建筑业的情况好坏也会对利率水平产生作用。

(3)失业率和通货膨胀率。失业率和通货膨胀率与经济发展周期也息息相关。在经济衰退时期，失业率上升，为了降低失业率，中央银行必须放松银根；当经济发展时期，通货膨胀率上升，中央银行则又必须紧缩银根。所有这些都意味着失业率和通货膨胀率会对利率水平的变动产生压力。

(4)耐用消费品和零售物价的变动。在市场经济条件下，耐用消费品定单的多少和零售物价水平的高低亦是衡量经济发展状况的因素之一。例如，耐用消费品定单的增加，表示企业经济活跃，经济处于上升阶段，这时，信贷需求逐步增加，利率水平随之上升。与耐用消费品情况相似，零售价格升高，也表示信贷需求的增加和利率水平的上升。

(5)国民生产总值。经济发展的一个重要标志是国民生产总值的增加，而国民生产总值的增加会促使利率上升；反之，国民生产总值的减少则会促使中央银行降低利率，刺激经济增长。

(6)个人收入。个人收入的高低也会影响利率水平的变动。因为，个人收入的增加就意味着消费水平的相应提高，这样消费品的价格就会上升。无论是耐用消费品价格的上升还是零售商品价格的上升，都会导致信贷需求的扩大和利率水平的提高。

2. 利率市场

第一，资金市场

按照资金融通期限的长短，利率市场可分为资金市场和资本市场。资金市场主要是指短期信用工具的融通市场。这个市场内涵广泛，并无明显界线。不过，在这个市场中，短期利率工具是其核心内容。以美国为例，这些短期利率工具包括：政府短期国库券、商业票据、定期存单等等。

资金市场是企业和金融机构调剂资金余缺的不可缺少的场所。企业和金融机构在经营中经常会出现现金收支不平衡的情况，例如某家公司可能在一段时间发现自己的现金数量增加，而另一些时间却又发现现金出现短缺。为了应付经营过程中可能出现的不测之需，大多数企业都会留有现金储备，金融机构也会按规定留存法定准备金。因此，为了减少现金储备的成本，提高资金融通的灵活性，企业和金融机构需要利用流动性强的短期信用工具。通过现金和短期信用工具之间的买卖，资金市场发挥调剂资金余缺的作用。

资金市场的交易，没有国家的交易场所。与有组织的期货和证券市场有所不同，它是无形市场，其交易由交易商们通过电话等现代化通讯工具在世界范围内进行。在美国，资金市场的参加者主要有：纽约联邦储备银行、商业银行、财政公司、非金融公司、政府有价证券交易商以及经纪公司等等。由于这种交易大都没有文字的或书面的记录，也没有规范的结算制度作保证，因此，这种交易大都是在交易双方相互信任的基础上进行的，很少出现毁约的情形。虽然没有固定的交易场所，但资金市场的交易区域却相对集中，一般都集中在金融业比较发达的城市和地区。例如，纽约就是美国资金市场的主要运动中心。

第二，资本市场

资本市场是指筹措长期资本的场所，它和资金市场有所不同，主要区别在于：

两种市场上的信用工具期限长短不同。资金市场的信用工具是短期的，而资本市场的信用工具是长期的

资本市场的信用工具具有双重性质，即既有债券性质又有股票性质，而资金市场则仅仅进行各种

债券的交易。

由于信用工具的期限不同，它们的风险也不相同。长期有价证券的风险要大于短期有价证券的风险。

资本市场的参加者分为二类，一类为借款方，主要是各类公司，它们通过出售债券或股票的方式筹集长期资金。另外，政府、银行以及其他金融机构也经常参与资本市场的借款交易。另一类为资金来源方，这主要包括个人、银行、储蓄机构、政府、保险公司和各种基金会等。

资本市场的交易一般都有固定场所，例如股票交易所、证券交易所等等。

第三，重购协议

第三种筹集资金的方式是重购协议。这种方式类似于当铺的做法，即为了筹得资金，必须把手中的有价证券作为得到短期贷款的抵押品。例如，若某人拥有一张面值为200万美元、90天到期的国库券，这时市场价格为198万美元。他以198万美元的市场价格将国库券转让给别人，同时他答应一星期后以198.15万美元从同一人处购回该国库券。可见，这张国库券相当于贷款198万美元的抵押品，一星期后他多付出的0.15万美元则是他贷款198万美元一周的代价。

按照美国的情况分析，重购协议有以下特点：

从理论角度分析，任何有价证券均可作为相互贷款的抵押品。但是，从实际情况看，重购协议交易中只有政府发行的各种有价证券才是最常见的抵押品。

重购市场基本上为经纪人垄断。由于经纪人不向投资者提供这种方便，所以几乎没有投资者参加。

重购市场没有固定的交易场所。

重购交易一般由交易双方在电话中进行。由于这种交易没有由第三个当事人签字担保的结算体系，因此，交易双方在进行交易时必须相当谨慎。这时，交易双方的信誉成为能否达成交易的重要因素。

重购市场也没有能够担任全部交易结算功能的集中机构。

重购市场提供的税后利润率，通常比等价的期货市场更低。

重购市场大多数交易的贷款期限都很短，通常只有一夜。因此，由于时间限制，重购市场不能提供套期保值功能。

反重购协议的含义与重购协议的含义大体相同，但两种交易的方向相反。例如，前者是借出美元而接收有价证券，而后者是出售有价证券而得到美元。事实上，重购协议和反重购协议不过是同一笔交易的两个不同方面。

在美国，重购协议是联邦储备委员会经常用于影响联邦基金利率的方法之一。联邦储备委员会若作为重购协议的买方，则表示它要增加贷款和银行储备；若联邦储备委员会进行反重购协议交易，则表明它要借款和吸收银行储备。

3. 与利率期货相关的债券的基本内容

第一，债券的含义

债券是一种表明债权债务关系的凭证，证明持券者有按约定的条件向发行人取得利息和到期收回本金的权利。具体地说，债券的持有者就是债券的债权人，债券的发行者则是债务人。

购买债券实际上相当于把钱借给债券的发行者。从这个意义上说，债券的性质跟借款收据是一样的。但是，由于债券通常具有固定的格式，较为规范，这些不同于借据的特点使得持券人可以在债券到期前把债券转卖给他人，这样，接受转卖的人就成为新的债权人。借款收据一般则不能转让。

第二，债券的种类

债券的种类很多，按发行主体不同，可分为政府债券、公司债券和金融债券等等。

（1）政府债券。政府债券是指中央政府、地方政府或政府机构发行的债务凭证。由于政府债券有政府的信誉作保证，因此，在各种信用工具中，它的风险性最小。

按不同的标准，政府债券又可进一步细分为：

①按发行主体划分，可分为中央政府公债、地方政府公债和政府机构债券。

②按偿还期限划分，可分为短期、中期和长期政府债券。各国划分长、中、短期的标准不一。美国把1年以内的称为短期债券，1至10年的称为中期债券，10年以上的则称为长期债券。另外，在美国，短期中央政府债券称为国库券；而在我国，国库券则指长期中央政府债券。

③按还本付息方式划分，可分为定期公债、贴息公债、附息票公债、抽签还本公债和永久公债。

④按发行用途划分，可分为建设公债、特种分债、赤字公债以及战争公债。

⑤按可否转让划分，可分为可转让公债和不可转让公债。

⑥按购买意愿划分，可分为自愿购买公债和强制摊派公债。

⑦按发行地域划分，可分为国内公债和国际公债。

⑧按是否与物价挂钩划分，可分为固定利率公债和保值公债。

政府债券在各国的债券市场上都占有相当大比例。1990年底，西方几个主要国家公开发行的债券总额达12万亿美元，其中政府债券占64%。美国政府是世界上最大的贷借款者，至1990年底，美国的政府债券共达38740亿美元，占美国公开发行债券总额的71.9%。其他几个主要国家的政府债券占本国公开发行债券总额的比例分别为：意大利为82.2%，法国为79.7%，比利时为78.2%，加拿大为69%，荷兰为66%，日本为61.5%，英国为60.8%，西班牙为59%，澳大利亚为55%，瑞典为36.5%，德国为32.5%，丹麦为31.2%。

(2)公司债券。公司债券又称企业债券，它是公司为筹措资金而发行的债务凭证。公司债券的持有者是公司的债权人，而不是公司的所有者。这是公司债券持有者与公司股票持有者之间的最大区别。公司债券的持有者有按约定条件向公司取得利息和到期收回本金的权利，他们优先于股东分红取得利息。在公司破产清理时，公司债券的持有者对公司剩余资产也有优先于股东的要求权。另外，公司债券的风险比政府债券的风险大，不过由于公司在发行债券时一般都需经过严格的审查和财产抵押，因此，公司债券的安全性也比较大。

公司债券的种类也很多。例如，按不同标准划分，有：记名公司债券和不记名公司债券；抵押公司债券、担保公司债券、信用公司债券、证券抵押信托公司债券、设备抵押信托公司债券，固定利率公司债券、分息公司债券、收益公司债券、参加公司债券、改组公司债券、保值公司债券、免税公司债券；通知公司债券、分期偿还公司债券、可转让公司债券、偿债基金公司债券、有奖有息公司债券；长期、中期和短期公司债券；公募公司债券和私募公司债券；直接发行公司债券和间接发行公司债券等等。

(3)金融债券。金融债券是金融机构为筹集资金而发行的债务凭证。在欧美大多数国家中，由于商业银行和其他金融机构都属于股份制公司，因此，这些金融机构发行的金融债券，其发行、流通、转让、偿还等与公司债券大体一样。

第三，债券的基本要素

尽管债券的种类繁多，但它们都包含以下几个基本要素：

(1)债券面值。从狭义上讲，债券面值就是债券的票面价值。从广义上讲，债券面值则包括面值币种和面值大小两个基本内容。面值币种取决于发行者的需要和债券的种类，国内债券的面值币种为国内货币，外国债券的面值币种为债券发行地国家以外的货币，如欧洲美元、欧洲马克等。

(2)债券的票面利率。债券的票面利率就是债券票面所载明的利率，它是发行人付息的依据，即债券的票面利率是债券利息与债券面值之比。债券票面利率可以分为固定利率和浮动利率两种。前者是发行债券时就已经规定好的，一直到到期时不变；后者则随某个参照利率(如优惠贷款利率)的变动而变动。债券的票面利率主要是由债券的期限、债券的信用级别、利息的支付方式以及市场利率水平等因素决定的。

(3)债券的还本期限。债券的还本期限，是指从债券发行日起到债券偿还日之间的一段时间。发行者根据资金需求的期限长短、市场利率的变动趋势、债券二级市场的发达程度等因素决定合理的债券还本期限。债券的还本期限，短的只有几个月，长的可达几十年。债券通常都有固定的期限，但个别债券没有固定的期限。债券持有人在债券偿还日之前可随时将债券转售给他人，而不必将债券一直保留到偿还日。

(4)债券的偿还方式。债券在发行时还必须确定适当的偿还方式。债券的偿还方式大致有：期满前偿还、期满时偿还、延期偿还。这主要根据资金需求的情况决定。值得注意的是，提前偿还就意味着缩短偿还期限，而延期偿还则意味着延长偿还期限。

第四，债券的市场价格

债券的市场价格就是债券在市场上实际成交的价格。影响债券市场价格的因素主要有：

(1)国内利率水平。对固定利率的债券而言，债券的市场价格是随着当时的国内利率水平的变化而不断波动的。当国内利率水平高于债券的固定利率时，投资商不会将资金投向收益率低的债券，债券的市场价格因而下跌；反之，债券价格则上扬。也就是说，债券的市场价格与国内利率水平呈现反方向变动的规律。相对而言，当国内利率上升时，债券市场价格下跌；当国内利率下降时，债券市场价格上涨。对债券利率与市场利率挂钩的浮动利率债券而言，国内市场上的利率水平对债券的市场价格影响不大。

(2)通货膨胀率。通货膨胀率的意外上升会使债券的真实利息收入和票面价值的真实值下降，从而使债券市场价格下降。

(3)国内外利率差异。在资金自由进出的国家里，国外的高利率会使国内资金流向国外，从而使国

内对债券的需求会减少,债券价格下降;相反,如果国内利率高于国外利率,则国外游资会流入国内,使国外对国内债券的需求增加,从而债券价格上升。

(4)汇率的预期变动。国外投资者在购买国内债券时,不仅考虑债券的利息收入,还要考虑未来的汇率变动。如果国外投资者预期投资国的货币将贬值,则会减少购买该国的债券,从而使该国债券市场价格下降;如果国外投资者预测投资国货币将升值,该国债券价格就会上升。

(5)风险程度。在其它条件相同时,风险程度较低的债券,市场价格越高;风险程度越高的债券,市场价格越低。债券市场价格一般应该低到可以提供足够的预期收益来补偿投资者所冒的风险。

第五,债券的投资收益率

债券的投资收益率是投资者进行投资决策时必须考虑的因素之一。债券的票面利率不等于债券的收益率。除了票面利率之外,债券投资的收益率还可以用本期收益率、持有期收益率和到期收益率等三种概念表示。

(1)本期收益率。本期收益率是指每年支付的利息收入与本期债券的市场价格的比率。它以目前的市价为基础来衡量投资者购买债券后每年可带来的现金收入。其计算公式为:

$$\text{本期收益率}=\frac{\text{年均利息收入}}{\text{本期债券的市场价格}}\times 100\%$$

举例说明,假如某投资者用10000美元买进1张年利息率为8%、面值为10000美元的政府债券,则该投资者每年的利息收入为800美元,则这笔投资的

$$\text{本期收益率}=\frac{800}{10000}=8\%$$

在这种情况下,本期收益率与债券票面利率相等。但是,由于债券市场价格与市场利率呈现反方向变动的规律,所以,根据利息收入和债券市场价格计算的债券的本期收益率与市场利率变动是呈同一方向变动的。在上例中,若市场利率升到高于10%的债券票面利率时,债券的市场价格就会下跌,本期收益率增加。假定债券的市场价格由于市场利率上升而跌至8000美元,则:

$$\text{本期收益率}=\frac{800}{8000}\times 100\%=10\%$$

相反,若市场利率低于债券票面利率,则债券市场价格上升,本期收益率减少。假定上例中债券价格由于市场利率下降而升至12000美元,则

$$\text{本期收益率}=\frac{800}{12000}\times 100\%=6.7\%$$

(2)持有期收益率。持有期收益率是指在一个持有期内的收益率。其计算公式为:

$$\text{持有期收益率}=\frac{\text{卖出价格}-\text{买进价格}+\text{债券利息}}{\text{买进价格}}\times 100\%$$

例如,某投资者以9800美元的市价买进1张面值为10000美元、票面利率为8%的债券,一年以后以10300美元的市价卖出,则

$$\text{持有期收益率}=\frac{10300-9800+10000\times 8\%}{9800\times 100\%}=13.3\%$$

(3)到期收益率。到期收益率是指使债券面值与每年债券利息的现值之和等于该债券目前市场价格的折扣率。其计算公式如下:

$$P_0=\sum_{t=1}^{n}\frac{iF}{(1+r_0)^t}+\frac{F}{(1+r_0)^n}$$

其中,P_0表示债券目前的市价,n表示离到期日的年限;i表示票面利率,F表示债券面值,r_0表示到期收益率。由于用这个公式计算r_0很困难,因此常用下列近似公式来代替:

$$r_0=\frac{\text{每年平均资本利得(或损失)}+\text{每年债券利息}}{\text{平均投资额}}\times 100\%$$

例如,某人投资9000美元买进1张面值为10000美元、票面利率为8%、25年后到期的债券,则到期收益率如下计算:

$$r_0=\frac{(10000-9000)+10000\times 8\%}{(9000+10000)/2}\times 100\%=8.84\%$$

上述公式适用于每年付息的情况。在我国,国库券是到期一次性还本付息,其计算公式为:

$$\text{到期收益率}=\frac{\text{面额}+\text{利息总额}-\text{购买价格}}{\text{购买价格}\times\text{剩余年数}}\times 100\%$$

例如,其投资者于1992年8月10日以140元的价格购入1张面额为100元、票面利率为10%、期限为5年的1988年国库券(1993年7月1日到期),则其到期收益率为:

$$\text{到期收益率}=\frac{100+100+10\%\times 5-140}{140\times\frac{325}{365}}\times 100\%=8.02\%$$

第六,债券的特征

投资者在选择各种金融工具作为投资对象时,通常要比较它们的收益性、安全性和流动性。

(1)从收益性看。债券的利率通常介于存款与贷

款利率之间，即高于存款利率而低于贷款利率。这是因为，债券融资是直接融资，中介费用较小，因此债务人可以支付比银行利率高的利率；而银行存贷款是间接融资，即存款者把钱存入银行，再由银行贷给借款者，由于多了一个中介机构，中介费用就较多，而且银行还要从中赚取一定的利润。

(2)从安全性看。债券的安全性略低于银行存款。在西方各国，虽然银行也常常倒闭，但概率却比企业小得多。而且各国大都没有存款保险基金银行即使倒闭，存款者也可从基金中获得赔偿，因此，存款的安全性较高。债券的安全性则跟发行主体有很大关系。通常，国家公债、地方政府债券有国家和地方政府的信誉做担保，因此，其安全性最高；金融债券的安全性与银行存款差不多；公司债券的安全性则较低，不过，由于债券发行时有一套严格的资信审查制度，因此公司债券的安全性也不会太低。在我国，银行信誉较高，因而银行存款安全性最高，债券次之。

(3)从流动性看。债券流动性大大高于银行存款。在二级市场较为发达的情况下，债券持有者若临时需要资金，可随时在市场上出售债券，而银行存款则不能随便支取。

4. 利率期货交易的由来和发展

利率期货是继外汇期货之后产生的又一种金融期货。它最早产生于美国。这与70年代美国利率水平的频繁变动紧密相关。

美国的金融市场，一向资金充足，利率水平低且平稳，特别是长期金融市场上买卖的政府各种债券的利率，更是非常稳定。但进入70年代后，两次“石油危机”使美国的经济陷入了滞胀之中。为了抵制通货膨胀，美国联邦储备委员会采取了提高资金利率的政策，但结果是事与愿违，不仅没有解决通货膨胀问题，反而因利率过高影响了经济活力；同时，失业率上升，造成了严重的社会问题。这样，联邦储备委员会又不得不采取措施降低利率，但利率一降，物价又重新上升。所以，到了70年代末，美国利率水平每月都在变，而利率的变化又意味着债券价格的相应变化和由此带来的投资者财富的变化。债券持有者在这种利率水平极不稳定的情况下，采取措施回避利率变化给他们带来的风险则成了当务之急。利率期货正是在这种情况下应运而生。利率期货的产生，一方面，使债券持有者可以利用利率期货市场进行套期保值，以避免利率波动带来的风险；另一方面，也为投机者提供了获得利润的机会，投机者的加入又为市场增加了活力。

1975年10月，美国芝加哥商业交易所最先开展利率期货交易——美国国民抵押协会的抵押证券期货。之后，1976年1月6日，国际货币市场开办了90天短期债券的期货交易。1977年8月，芝加哥商品交易所又引入长期债券期货交易。1982年5月它又引入中期债券期货交易。利率期货的发展极为迅速。目前，利率期货在美国各种期货中交易量是最大的，利率期货的种类也已发展到19种。在1982年，各种利率期货加在一起的交易量达到了空前的3000万份合约的水平。到1987年，各种利率期货交易的总值更是大大超出1982年的水平。见表5.4.1。

表5.4.1　利率期货交易情况(1987年)

信用工具	合约单位(份)	期限(年)	交易所
短期国库券	1000000	90(天)	芝加哥商业交易所国际货币市场
中期国库券	100000	10	芝加哥期货交易所
长期国库券	100000	20	芝加哥期货交易所
市政库券	1000×指数	19	芝加哥期货交易所

5. 利率期货的概念和特点

利率期货是指协约双方同意在约定的将来某个日期按约定的条件买卖一定数量的某种长短期信用工具的可转让协议。由于长短期信用工具的价格跟利率水平的高低是密切相关的，因此称为利率期货。

与外汇期货交易一样，利率期货交易也是买卖双方在期货交易所内通过公开竞价方式买卖标准数量的特定金融证券合约的交易。同样，利率期货合约也是标准化合约，对合约的金融凭证的种类、利率、到期日、合约单位、价格波动限制等都有详细规定。

6. 利率期货的种类

与利率市场一致，利率期货市场也按借款时间

的长短分为资金期货市场和资本期货市场。利率期货也相应分成二大类。

第一,资金期货市场

资金期货市场是买卖标准化的短期信用工具的市场。在美国资金期货市场上交易较多的4种期货合约是短期国库券、欧洲美元、商业票据和定期存单。

(1)短期国库券及其期货。短期国库券是美国财政部于1929年12月开始发行的一种美国政府的负债凭证。由于短期国库券流动性大、安全性强,又能满足各种类型和各种层次的投资者的需要,所以、它发行后不久就成为最流行和受欢迎的投资工具。

美国政府的短期国库券的期限分为3个月、6个月和1年共3种,期限分为13个星期、26个星期或52个星期不等,面值最低为1万美元。它以折扣方式出售,投资者的回扣就是购买价格与到期面值之差。如面值为10000美元的6个月期国库券以9650美元售出,到期时的回扣就是350美元。计算国库券折扣的公式为:

$$折扣金额=到期面值\times\frac{贴现率}{(或收益率)}\times\frac{国库券实际期限}{360}$$

实际支付价格=到期面值-折扣金额

在实际进行折扣计算时必须考虑两点:一是美国财政部在计算折扣时是以1年为360天为标准的;二是国库券的实际有效期为364天。

短期国库券的主要购买者有银行、公司企业、州和地方政府、联邦储备银行、各种信托基金和私人投资者。其中,联邦储备委员会成员银行和各种政府信托基金是最大的短期国库券拥有者。

短期国库券期货交易是1976年1月在美国芝加哥商业交易所中的国际货币市场开办的。其面值多为100万美元、90天到期的,具体到期交货月份分别为3月、6月、9月和12月。短期国库券的购买者还有权要求短期国库券的持有者在指定的交货月份交货,而该短期国库券则在交货之日起90天到期,交货日通常是在交货月份的第3周。由于购买了短期国库券期货合约的投资者也可在交货日到来之前将该合约对冲,因此,到期实现交投的合约是很少的。

在国际货币市场进行的短期国库券交易,是按"国际货币市场指数"订价交易的。国际货币市场指数是按国库券的实际短期国库券的年收益率与100元之差来计算的,即如果年收益率为8%的100元短期国库券在国际货币市场的报价是92元。,则6个月期的短期国库券价格等于100元$-\frac{(100元\times8\%)}{12个月}\times6个月=96元$。

短期国库券期货合约的最小价格波动幅度为一个基础点,即0.01%。一份3个月期限的国库券合约的基础点是100万美元$\times0.01\%\times\frac{3个月}{12个月}=25$美元。

(2)欧洲美元及其期货。欧洲美元是指在美国境外的所有美元存款。

欧洲美元市场的出现和发展是本世纪50到60年代世界政治局势日趋紧张的结果,现在它已成为国际间美元借贷的市场。

1981年下半年,芝加哥商业交易所的国际货币市场开始了欧洲美元期货交易,交易对象主要是伦敦银行的3个月期定期存款。欧洲美元期货到期交割时一律使用现金。

(3)商业票据及其期货。商业票据是一些大公司为筹措短期资金而发行的无担保本票。由于这种信用工具没有发行公司的任何资产作为保证,它的保险性不高,不过,因发行公司的不同,其信用也有高低之分。

商业票据的期限一般都少于270天,最常见的期限是30天。商业票据也以折扣方式进行出售,所以其计算方法也与政府短期国库券的计算方法相同。

1977年90天期的商业票据期货开始在芝加哥交易所挂牌上市,30天期的商业票据期货则到1979年才开始在芝加哥交易所挂牌上市。根据统一规定,30天期的商业票据期货合约的基本交易金额为300万美元,90天期的商业票据期货合约的基本交易金额为100万美元。另外,这两种期限的商业票据期货合约所代表的商业票据都必须经标准普尔公司和穆迪公司予以资信评级。

由于芝加哥期货交易所在制订详细的商业票据期货合约的交投原则和规定上遇到一些复杂的技术难题,所以阻碍了商业票据期货合约交易量的顺利增加。因此,从总体上看,商业票据期货合约的交易并不很成功。

(4)定期存单及其期货。定期存单是一种存在银行的固定利率的定期存款,是一种可转让的资金收据,它在60年代出现后就以其不到期便可转让的特点吸引了大批的公司存款和银行的短期资金。目前,定期存单已是一种十分重要的信用工具,在金融市场上占据了相当的份额。

定期存单的期限为30至90天不等,面值最少

的10万美元,最高的达100万美元。定期存单到期的年利率以360天为基础计算,出售时以面值为准,到期时一并偿还本金和利息。一张定期存单的价值就是其面值加上利息。

定期存单期货合约交易始于1981年7月。这种交易可在芝加哥交易所、国际货币市场和纽约期货交易所进行。但由于交易商对定期存单本身的信用没有把握和欧洲美元期货的崛起,定期存单期货交易很快衰败了。

第二,资本期货市场

资本期货市场是买卖标准化长期带息证券的场所。资本期货市场与资金期货市场的主要不同,一是借款时间长得多;二是通过半年一次的撕息票方式支付利息。在美国,长期带息债券用于期货交易的主要有4种:中期国库券、长期国库券、房屋抵押债券和市政债券

(1)中期国库券及其期货。美国政府的中期国库券是财政部以面值或相近的价值发行的,在偿还时以面值为准,其期限1至10年不等。和短期国库券一样,中期国库券由联邦储备委员会以拍卖方式出售,但中期国库券不是按折扣价发行,而是以面值或相近的价格发行,但偿还时以面值为准。与短期国库券还有一点不同,即短期国库券的利息是在还本时一次付清,而中期国库券的付息方式则是在债券期满之前,每半年一付,最后一笔利息在期满之日与本金一起偿付。此外,与短期国库券相同的是,中期国库券也以政府的信用作为担保,因此,同样被认为是最保险的投资选择之一。

中期国库券期货合约交易始于1979年,由芝加哥期货交易所和国际货币市场同时推出。现已开办的中期国库券期货合约交易主要有4—6年期、3—4年期和10年期的。

(2)长期国库券及其期货。长期国库券是美国财政部为筹集长期资金而向公众发行的,其本质与中期国库券一样,两者的区别仅在于期限的长短不同。长期国库券的期限从10年到30年不等。从1981年起,20年期的国库券每享度出售一次,30年期的国库券每年不定期出售3次。美国的长期国库券由于具有富有竞争性的利率、保证及时还本付息的信誉、市场流动性强等特点,它的每一次拍卖都可从国内外筹集到数千亿美元的巨额资金

长期国库券期货合约的交易是于1977年在芝加哥商业交易所开始的,它一直被认为是最成功的利率期货交易之一。这种期货的基本交易单位为面值10万美元、收益率为8%的长期国库券。其期限从期货合约交投日算起,至少15年到期,最低价格波动幅度是31.25美元,交投月份为3、6、9和12月。

(3)房屋抵押债券及其期货。房屋抵押债券是以房屋抵押方式,允许经批准的银行或金融机构发行的一种房屋抵押债券。它是一种标准化的、流通性很好的信用工具,平均期限在12年左右,最长可达30年。房屋抵押债券期货合约是最早作为利率期货进行交易的标准化合约,1975年10月由芝加哥商业交易所开办。在它之后,其它各种利率期货才相继进入期货交易所。

房屋抵押债券期货交易的基本单位是面值为10万美元、息票收益为8%的房屋抵押债券。这种期货合约的交投月份为3、6、9和12月,合约价格的最小波动幅度为1个百分点的1/32,即31.25美元。

(4)市政债券及其期货。市政债券是由美国各州或市等地方政府为各种不同目的资金筹集而发行的一种长期债券工具。市政债券不同于其他债券之处是,这种债券的持有人在收取利息时可免除联邦税收,个另种类的债券持有人甚至可以免交州市税款。不过,由于发行者各自的信用状况不同,市政公债的安全性也有很大差别。

从类别上分,市政债券主要有两种:一是由发行方的税收和信贷作保的一般义务公债;二是为资助某些特殊用途的建设项目而发行的收入公债,这种公债不由州、市等地方政府作担保,偿还这种公债所需要的款项则将来自于这些建设项目的收益。

由于市政债券的种类太多,面值又不同,期限差别也大,所以,对于要求标准化、规范化的期货交易而言,市政债券作为金融期货进行交易的进程就不如美国政府国库券期货那样顺利。为了使交易更为顺利,芝加哥交易所创造了一种"市政债券指数"。这种指数是通过每天选择有代表性的50种长期市政债券经计算而得的。芝加哥交易所于1985年正式运用市政债券指数进行期货合约交易。可见,市政债券期货交易的不是哪一种市政债券,而是这种市政债券指数。市政债券期货实际上应该称为市政债券指数期货。因此,市政债券期货在交割时与股票指数期货一样,也没有具体的实物(债券)经手,而是以现金交付。

利率期货自70年代中期开始以来,得到了迅速的发展。到目前为止,在美国,利率期货已经成为金融期货中交易量最大的一种。不仅如此,现在世界上各主要期货交易所也都有利率期货上市。根据有关统计,1988年世界上交易量最活跃的十大利率期货

有:20 年美国国库券、3 个月欧洲美元定期存款作证、10 年日本政府债券、10 年法国国库券、20 年金边债券、10 年美国国库券、3 个月英镑定期存单作证、悉尼 90 元银行承兑票据、10 年英联邦国库券和伦敦 20 年英国国库券。

7. 利率期货交易的作用和操作原则

与其他种类的金融期货一样,利率期货的作用也主要分成两类:套期保值和投机。

第一,套期保值

套期保值是指通过买卖利率期货合约来避免因利率波动给自已带来的风险。具体地说,就是通过采取与现货市场上相反的立场买卖利率期货,以确保现在拥有或将要拥有的债券的价格。因为,在现货市场和期货市场上做相反操作,即在现货市场买入时在期货市场卖出,或在现货市场卖出时在期货市场买入。到期时,一个市场的亏损可以由另一市场的盈余来弥补,这样就会使未来的经济收益固定在最初的利率水平上,避免可能的利率波动风险。例如,如果某个投资者持有固定收益的债券,由于固定收益债券价格与利率成反方向变动关系,因此,如果已经持有这种债券的投资者预测利率有上升的趋势,为避免利率变动可能带来的风险,他可通过出售利率期货合约进行套期保值,这样便可将收益固定在目前较高的利率水平。若利率变动正如所料,则其在现货市场的损失可以由期货市场的盈余来弥补;若利率不升反而下降,则其在期货市场的损失可以由现货市场的盈余来补偿。相反,如果他预测利率有下降的趋势,而他又希望在将来某个时候购买固定收益债券,他就可以先买进利率期货合约,把收益固定在目前较高的水平。

因此,根据投资者的不同要求,套期保值策略可以分成两种:卖出套期保值和买入套期保值。具体选择哪一种策略,其基本原则是:根据利率下跌时各种货币市场的债券价格会升高和利率上升时各种债券价格会下降的原理,一切贷款者或购买债券者,应该在利率要下降时进行多头套期保值,即买入套期保值;而一切借款者或出售债券者,应该在利率要上升时进行空头利率套期保值,即卖出有关利率期货。除了上述原则外,还应从以下四方面进行分析和考虑。

(1)分析净露头数量评估组织所承担的利率风险程度。净露头在这里是指一个组织在金融市场上的总资产与总负债之差额。如果这个差额是负的,则称为净负债露头或空头露头;如果是正的,则称为净资产露头或多头露头。

(2)确定债券间的相关程度,判断保值效果。所谓“相关”程度,是指进行利率套期保值时,某种债券的价格(或收益率)波动相似于另一种债券的价格(或收益率)波动的程度。一般而言,“相关”程度越低,保值效果越差;“相关”程度越高,保值效果越好。

(3)分析“露头”组成的短期债券和短期国库券的相关程度,并运用基本分析方法和技术分析方法对要进行保值的货币市场的利率走势进行预测。

(4)确定利率保值的数量基础。分析“露头”的数量和性质后,还要估计下一季度“露头”的数量,然后再决定可进行利率套期保值的“露头数量”。例如,本年度第二季度预计有 7000 万至 9000 万美元的多头露头,这时可以用作套期保值的数量是 7000 万美元,而不是 9000 万美元,原因在于后一数目包括有预计的 2000 万“多头露头”,如果都拿去保值,万一这 2000 万不能实现,保值就会变成投机,增加了额外风险。

例一,某投资人拥有 200 万美元的长期国库券,他预测不久利率会上升,因此他利用卖出利率期货合约进行套期保值。

表 5.4.2 利率期货卖出套期保值(实例)

	现货市场	期货市场
3 月份	持有 200 万美元长期国库券,市场价值为 198 万美元	按总值 183 万美元共卖出 20 张长期国库券 6 月份期货合约
5 月份	长期国库券市场价值跌至 190 万美元	接总值 175 万美元共买进 20 张长期国库券 6 月份期货合约
结果	亏损 8 万美元	盈余 8 万美元

可见,利用期货市场进行套期保值,使得现货市场的亏损完全可以由期货市场的盈余来弥补,因而

避免了利率波动的风险，保证了既得的利益。以上是“卖出套期保值”的例子，下面再举一个“买入套期保值”的例子。

例二，某投资者预计3个月后会有800万美元的资金八项，他希望用这笔钱作短期投资，但这时他预测利率会进一步下跌，便买入3个月期的利率期货，预先把收益固定下来。

表5.4.3　利率期货买入套期保值（实例）

	现货市场	期货市场
9月10日	3个月期存款利率为2.5%	买入8张12月份到期的3个月利率期货合约（收益率为2.45%）
12月9日	把800万美元存入银行，利率为2%	卖出8张12月份到期到3个月利率期货合约（收益率为2%）
结果	损失＝800万美元×0.5%×$\frac{92}{365}$＝10082美元	利润＝24.66×45×8＝8877.6美元

可见，利用买入利率套期保值，使得现货市场的亏损由期货市场的盈余部分地弥补了。这样，该投资入的损失由10082美元减少至1204.4美元。

在以上两例中，如果实际情况与预料的相反，通过在期货市场采取与现货市场相反的立场，那么，一个市场的亏损仍然可由另一市场的盈余加以弥补。

值得注意的是，利用利率期货进行套期保值虽然能够避免因利率变动而带来的风险，起到保值的作用，但却不能增值。例二中，如果存款利率不降反而上升，比如由2.5%上升到3%，这样若不做套期保值是可以多收入一部分利息的，但因做了套期保值，现货市场由于利率降低，利息便减少了。另外，利用利率期货进行套期保值，虽然期货市场和现货市场的盈亏可以互相弥补，但两者正好抵消的情况却是很罕见的。

第二，利率期货的投机

和其他金融期货一样，利率期货除了作为套期保值的工具以外，还是投机者获取利润的途径之一。

由于利率期货合约的交易同样是一种买卖保证金的活动，所以投机者便可以以较少的成本去获取较高的收益。具体来说，投机者进行投机采取的方式主要是三种套利形式：跨月套利、跨品种套利和跨市套利。

（1）跨月套利。利率期货的跨月套利也是指在同一交易所进行同一商品，但不同交割月份的套利活动。一般又把这种跨月套利交易形式分成两种：牛市套利和熊市套利。

在牛市套利交易中，交易者买入近期期货，并卖出远期期货，其原理基于在看涨的市场中，近期期货合约的价格上涨幅度将会大于远期期货合约的价格上涨幅度，从而赚取利差；反之，若市场看跌，则近期期货合约的价格下跌幅度会小于远期期货价格跌幅。

熊市套利的作法正好与牛市套利相反，交易者卖空近期期货，买空远期期货。因为，在看涨的市场中，远期期货合约价格的上涨幅度会大于近期期货合约上涨幅度。如果市场看跌，则远期期货合约的价格下跌幅度会小于近期期货合约价格下跌幅度。

（2）跨品种套利。跨品种套利是指在买进某种期货合约的同时，卖出另一不同种类但相互关联的期货合约的交易活动。例如，当投资商预计房屋抵押债券期货合约的价格上涨幅度将大于政府长期国库券时，买入房屋抵押债券期货合约，卖出政府长期国库券期货合约；相反，当预计长期国库券价格上涨幅度将大于房屋抵押债券，则买入长期国库券，卖出房屋抵押债券。总之，跨品种套利是利用两种不同期货合约的价差获取得润。

（3）跨市套利。跨市套利是指同时在两个不同的交易所进行两种类似商品，但交易方向相反的期货交易。例如，某交易商在纽约期货交易所买入政府短期国库券的同时，在芝加哥交易所卖出政府短期国库券，希望利用两个交易所期货合约的价差获得利润。

二、外汇期货

1. 基本概念

第一，外汇

外汇是指外币以及用外币表现的用于国际结算的各种支付手段。一切存在国外银行的外币存款，在国外能得到偿付的外币、外币票据、外币支付凭证、股票和债券，以及可以用于清偿国际间债务的其他外币资产，统称为外汇。

国际间债权债务的结算一般不采用现金支付的方式，而是利用支付凭证和信用凭证的传递进行，如使用商业汇票、银行汇票、银行存款、银行支票、外国政府国库券、到期息票等，这类信用工具也都属于外汇。

国际货币基金组织对外汇下的定义则是："外汇是货币行政当局（中央银行、货币机构、外汇平准基金组织及财政部）以银行存款、财政部国库券、长短期政府债券等形式所持有的，在国际收支逆差时可以使用的债权。"

根据我国《外汇管理暂行条例》第二条，外汇则是指：

A：外国货币，包括钞票、铸币等；

B：外币有价证券，包括政府公债、国库券、公司债券、股票、息票等；

C：外币支付凭证，包括票据、银行存款凭证、邮政储蓄凭证等；

D：其他外汇资金。

外汇是商品生产国际化和国际资金流动的必然结果。国际间的商品流动和资本流动，导致债权债务关系，而要办理国际结算，便产生了对外汇的需要。国际间债权债务的结算或货币收支与国内债权债务关系的结算或货币收支有所不同。国内债权债务的结算或货币收支，由于货币相同，在结算或支付时不存在折算问题。但是在国际结算中，由于各国货币制度不同，不仅货币名称不同，而且币值也不相等。因此，在结算时必然遇到本国货币与外国货币的比价折算问题，也就是汇率问题。汇率是指一国货币折算成他国货币的比价，也就是用一国货币表示另一国货币的价格。表示汇率的方法一般分成两种，即直接标价法和间接标价法。

第二，外汇交易

外汇交易也就是外汇买卖，主要是指各国货币之间的兑换活动，具体来说，外汇交易是指交易双方商定买卖外汇的币种、数量、交付期限、交付汇率等方面内容并最终达成一致意见的活动。进行这种活动的场所，称为外汇市场。

按照约定的交割期限的长短，一般可以把外汇交易分成三种：

（1）即期交易。外汇的即期交易是指外汇市场上交易双方成交后在两个营业日内办理交割的外汇交易形式。这是国际金融市场上最普遍的交易形式，占金融市场总业务量的大部分。按照国际惯例，居民和旅客的外币现钞和旅行支票及其他小额交易多在成交当日收付，但银行同业间的外汇买卖则通常在交易的次日收付，如遇节假日，则顺延到下一个营业日。例如，甲银行在2月1日同意将200万西德马克售与乙银行，商定汇率是1美元兑换2马克，2日后交割。到2月3日，甲银行应主动把200万马克拨入乙银行指定的银行帐户，而乙银行亦应在当日将100万美元拨入甲银行所指定的银行帐户，这样交割便完成。若2月3日是假日，则这笔交易在2月4日完成。

（2）远期外汇交易。远期外汇交易是指买卖双方先订立买卖合同，规定外汇买卖的数量、期限和汇率等，到约定日期才按合约规定的汇率进行交割的交易活动。如某银行9月1日签订一个协议，规定以1英磅兑换2.02美元的汇率买进10万英磅，在3个月后交割。3个月后，该银行用20.2万美元买进10万英磅，而不管当时的即期汇率是多少。

远期外汇交易交割期限一般为1个月、3个月、6个月，个别的可到1年。这种交易的目的在于避免或尽量减少汇率变动可能带来的风险。远期外汇交易也经常为投机者使用，成为他们投机牟利的方式之一。世界上远期外汇交易最为活跃的地方是伦敦和纽约。

（3）掉期外汇交易。掉期外汇交易是指同时买进和卖出数额相等但交割日不同的同一种外汇的交易活动。

例如，某交易者在5月2日以西德马克购买100万美元，同时再以100万美元买回西德马克，期限为1个月。这两笔交易的交易数额相等，但交易方向相反，而且交割日也不相同。因为，第一笔交易交割日为交易日之后第二个营业日，为即期外汇交易，而第二笔交易的交割日为交易日后第二个营业日之后的1个月，为远期外汇交易，这二笔交易构成1个月期掉期外汇交易。可见，掉期外汇交易是一种即期交易与远期交易的结合。掉期外汇交易的目的在于避免汇率风险，因此，在一笔外汇掉期交易中，将即期外汇交易和远期外汇交易同时完成，就可达到目的，否则，汇率风险难以避免。

第三，外汇市场

外汇市场是进行外币和以外币计价的票据、有价证券等买卖的市场。

按有无固定交易场所,外汇市场可分为两种:

(1)定点交易。定点交易是指参加外汇交易的所有代表在一定时间内集中于外汇交易所进行的交易活动。由于具有固定交易场所,外汇交易可以在交易所内通过公开喊价、拍卖的方式进行。美国的芝加哥、法国的巴黎、联邦德国的法兰克福、比利时的布鲁塞尔等地的外汇交易,就是在具有固定场所的交易所内进行的。

(2)非定点交易。非定点交易是指交易双方通过相互间的电话、电传等现代化通讯设备进行的交易活动。这种交易一般能在1～2分钟内结束讨价还价,并达成口头协议。目前,除上面提到的少数几个地方的外汇市场有固定场所以外,一般的外汇市场,如伦敦、纽约、苏黎世、香港等地,都没有固定交易场所。

由于计算机网络的建立,外汇市场实际上不再仅仅是区域性市场,而是世界性的大市场。世界各大金融中心的外汇交易相互联系,使得不同地区的外汇交易可以不分昼夜地在几个市场相继进行,而不必间断。例如,香港的外汇市场每日上午9时开市,一般提前半小时开始报出行市,下午5时收市。由于伦敦外汇市场这时正好开市,到晚12时纽约外汇市场又开市,这样外汇交易在几个市场轮流进行就使得外汇交易不必中断,保证了外汇交易的连续性。

外汇市场的作用,大致可以分为以下四种:

(1)结算。由于外汇产生的根本原因在于满足国际间经济往来的支付和结算需要,因此,这是外汇市场的最基本作用。

(2)授信。由于银行经营外汇业务,因此他们有可能利用外汇收支的时间差,为进出口商提供贷款。

(3)套期保值。主要是指为了使一项外汇收入不会因今后汇率的变动而遭受损失,而进行的保值性期货买卖。

(4)投机。投机是指希望价格的变动会带来利润而进行的买卖行为。投机者对待风险的态度和套期保值者是完全不同的。套期保值者是利用期货市场作为一种手段以保障他不会因不利的价格变动而遭受损失;投机者则利用期货市场以牟利,因而愿意承担价格变动的风险。投机者无论是买进或卖出期货合同,都是完全基于他们对未来价格变动的预测。

与外汇市场的作用相一致,外汇市场的参与者也大体可以分为四类:

(1)商业银行和投资银行。这些银行为他们的客户和往来银行办理外汇的买卖,这些活动形成了庞大的外汇交易市场,通称"银行同业市场"。

(2)中央银行。其主要业务包括政府间的交易,同其他中央银行和各种国际组织的往来,以及为了影响外汇汇率而进行的干预活动。

(3)贸易部门。主要经营跨国界间的产品、劳务和金融资产的活动。他们成为期货市场上进行套期保值的主力军。

(4)资本部门。主要进行国际间的资本投资和外汇市场的投机活动。

2. 外汇期货的产生和发展

第一,产生的背景

1971年8月以前,国际间货币的兑换一直采用固定汇率制度。这是由1944年在美国新罕布尔州召开的布雷顿森林会议上所创立的国际货币基金组织规定的。所谓固定汇率制度,就是国际货币基金组织成员国之间的货币兑换率固定在事先制定的水平上。固定汇率制度的实行,使得各成员国之间的贸易往来不会受到因汇率的变动带来的风险。

固定汇率制度是以美元为中心的,它依靠美国的经济实力和美元的坚挺地位来维持。随着世界经济格局的变化,美国的经济实力不断下降,表现为巨额的联邦预算赤字和国际贸易逆差。这些使得维持固定汇率制度所要求的美元的坚挺地位已难以维持。随着70年代初石油价格的不断上升和滞胀局面的难以遏制,1971年8月15日,美国总统尼克松决定美国退出布雷顿森林协议,宣布实行美元贬值。这一决定宣告了以美元为中心的固定汇率制度的彻底崩溃。

紧随美国之后,西方主要工业化国家重新调整汇率,西德马克、加拿大元、日元以及其他货币纷纷采用浮动汇率制度。浮动汇率制度的含义则是:汇率不再由国家统一决定,而是完全由市场力量决定。因此,浮动汇率制度的实施必然使得外汇遭遇汇率变动的风险大大增加。例如,马克对美元的月平均波动幅度,在实行固定汇率制度的1959年至1971年是1马克对0.44美分,而在采用浮动汇率制度的1971年至1978年增长了近13倍,达到1马克对5.66美分。同时,随着国际间商品和劳务贸易的迅速增长,越来越多的企业和金融机构必须面对汇率变动异常的市场。所有这些都迫使人们不得不寻找能够避免汇率风险,实现套期保值的方法。

前面我们曾提到的外汇交易虽然具有套期保值的作用,但是,根据传统习惯,这样的外汇交易只是由一些大的跨国银行经营,它们在世界主要货币中心和城市均建立有在银行之间进行的即期和远期外汇市场。这些市场每年通过电话和电传等现代化通

讯工具经营大量外汇业务。众多的中小企业和机构很难进入这样的市场。因此，为了满足众多的中小企业和金融机构套期保值的需要，外汇期货应运而生。1972年国际货币市场的建立，标志着外汇期货交易的正式开始。

第二，国际货币市场的建立和发展

在外汇期货的发展进程中，国际货币市场起了很大的作用。因此，有必要对它进行一番介绍。

国际货币市场是世界上第一个买卖外汇期货的有形市场，它成立于1972年5月16日，地点在美国的芝加哥商业交易所，它是后者的一个分支。

国际货币市场的设立，为各界人士提供了一个可以进行外汇套期保值交易的场所。它的作用，主要有以下几点：

(1)提供了一个很有效率的中心市场，使得各种类型的人基于他们对期货行市的认识(他们的认识并不完全一样，而是有的对行市看涨，有的看跌)能够聚在一起进行交易。

(2)使公司、银行、金融公司、保险公司、养老基金会、货币市场基金会、贴现行、投资公司以及商人和个人投资者等转移外汇风险，实现套期保值的愿望有了得以实现的场所。

(3)由于国际货币市场上的每一笔交易，都不必与交易对方结算，而是与国际货币市场所设立的结算机构结算，这就消除了交易双方所要冒的信用风险，保证了买卖双方签订的期货合约得以有保障地实现。

(4)使期货交易的对象，从农产品、初级原料等实物，扩大到金融商品范畴。

国际货币市场自成立以来，业务发展非常迅速。在交易的第一天，只有320份合约达成交易，到1976年，交易量已达到200000份，到1988年猛升到大约2500万份。国际货币市场在它成立之初，开办了包括英磅、加拿大元、西德马克、日元、瑞士法郎等5种币种在内的外汇期货合约交易。继国际货币市场之后，英国在1982年9月成立了伦敦国际金融期货交易所，正式开始从事金融期货交易。另外，澳大利亚、加拿大、荷兰和新加坡等国也相继开始了外汇期货交易。但是，外汇期货交易仍然主要集中在芝加哥国际货币市场和伦敦金融期货交易所。国际货币市场不仅开办了外汇期货，而且在它之后又陆续开办了其他金融期货，例如，先后开办了美国银币(1973年)、金条(1974年)、90天期短期国库券(1976年)、1年期国库券(1978年)和4年期国库券(1979年)等等期货交易。见表5.4.4。

表5.4.4　世界主要外汇期货交易所及其经营的外汇期货种类

交易所名称	外汇期货种类
悉尼期货交易所	澳元期货
多伦多期货交易所和温哥华证交所	加元、瑞士法郎、德国马克、英镑期货
新西兰的奥克兰期货交易所	新西兰元期货
伦敦国际金融期货交易所	英磅、瑞士法郎、德国马克、日元、美元期货
芝加哥国际货币市场	德国马克、英磅、瑞士法郎、加元、日元、法国法郎期货
中美商品交易所	瑞士法郎、英磅、德国马克、加元、日元期货
纽约棉花交易所	欧洲货币单位、美元指数期货

3. 外汇期货的特点及其与远期外汇交易的关系

第一，外汇期货的概念和特点

外汇期货是一种由交易双方约定合约在未来某个确定日期买入或卖出，并且在合约到期之前可以利用相反方向的交易对冲合约的外汇交易工具。外汇期货交易则是指在期货市场内，按照交易规则，通过公开竞价方式，买卖外汇期货合约的交易。

外汇期货交易与大部分期货交易一样，具有以下特点：

(1)外汇期货交易的程序，首先是买卖外汇期货合约的人把买卖委托书交给经纪商或交易所成员公司，然后由他们把委托书传递到交易大厅，再集中于外汇期货交易专柜，通过场内经纪商或自营商之间

“公开喊价”的方式，决定标准数量外汇期货合约的价格。这种交易方式的优点在于通过公开竞价可以增强交易的效率，并确保外汇期货合约能以最好的价格买入或卖出。

(2)外汇期货合约反映的是交易双方对有关货币汇价变动方向的预测。因此，当交易一方买入或卖出一份期货合约时，他无需实际付出买入合约面值所标明的外汇，而是只需支付手续费。合约生效后，如果当天收市的实际外汇期货市价大于该期货合约上所标明的价格，则期货合约的买方需支付差价；反之，如果当天期货市场收市价小于该期货合约上所标明的价格，则期货合约买方受益，卖方亏损。

(3)外汇期货价格实际上是预期的现货市场价格。投机者希望期货价格会朝预期的现货市价移动，因此，在投机者的参与下，现货与期货的差价会保持一定，即期货价格与现货价格呈同一方向变动，而且两者的变动幅度也大致相同。如果两者的变动幅度完全相同，则避险者可以完全回避价格变动的风险。但事实上，由于预期因素的变化，两者的变动幅度一般都有差异，因此，利用外汇期货交易并不能回避价格变动的全部风险，而只能回避部分风险。

(4)外汇期货合约中虽然货币是商品的一种特殊形式，但它仍然是有形的商品，有着实际的价值。这是外汇期货合约和商品期货合约一致的地方，但正是这一点却使得外汇期货合约和股票指数期货合约有着根本的不同。因为，股票指数并无具体的东西，只不过是人为地规定的指数点与货币的折算标准。

(5)外汇期货合约越接近交割日，现货与期货的差价将随之缩小，到交割日时，卖方可从现货市场购入即期外汇，交给买方以履行交割的义务。因此在外汇期货合约最后交易日收盘时，现货与期货间的差价必等于零，否则，投机者就可以套取其间的利益。

第二，外汇期货交易与外汇远期交易的关系

为了更好地把握外汇期货交易的特点，有必要对外汇期货交易与远期外汇交易的关系进行分析。

远期外汇交易的发展已有近百年的历史。但由于这种交易是一种分散的市场机制，只有经营外汇业务的大银行才能进行。一般客户要想到外汇市场进行远期外汇买卖，就必须首先与大银行建立良好的信用关系，否则，根本不能进入外汇市场。可见，远期外汇买卖的扩大和发展受到了一定的限制。到本世纪70年代，国际上汇率的剧烈变动严重影响了西方各国的经济活动，银行与其他各类投资者都面临着汇率变动的风险。传统的远期外汇交易已经不能满足这些机构和个人避免或减少风险的要求，因此，在传统的远期外汇交易的基础上，又发展出另一种新的外汇交易——外汇期货交易。外汇期货交易的产生并不意味着它能在国际金融市场上取代传统的银行间的远期外汇交易，相反，它们两者各有特点，能够在国际金融市场上并存。

(1)外汇期货交易与传统的银行间的远期外汇交易的区别。外汇期货交易与远期外汇交易有着显著的区别，主要表现在：

①外汇期货交易是在一定的交易场所中，在交易所规定的交易时间里，采取公开喊价的交易方式进行的，这种交易竞争很强。传统的银行间远期外汇交易则是直接通过电话、电传等通迅手段，在银行同业间、银行与经纪人间以及银行与客户之间单独进行，没有固定的交易场所和交易时间的限制。

②由于外汇期货交易是在一定的交易场所中进行，因此只有交易所会员与会员之间才可以进行交易，非交易所会员如要买卖外汇期货合约，必须委托会员进行。银行远期外汇交易则无上述限制，交易双方可以直接进行买卖，也可以委托经纪人进行。

③银行、公司、财务机构或个人等各种类型和规模的投资者，不论其交易目的是套期保值还是投机获利，都可参加外汇期货交易。银行远期外汇交易由于对最小交易规模的限制，只有少数规模极大的机构才能参加，小公司和机构参与的机会非常少。见表5.4.5。

④外汇期货合约是一种标准化合约。合约对交易币种、合约金额、交割月份、交割方式、交割地点以及合约价格波动的最低和最高限事先都有规定，因此，外汇期货合约的流动性强，易于转让。银行远期外汇交易则由双方根据需要自行商订合约细则，并且，交易双方都有要求对方履行义务的权利，而没有允许对方转让权利和责任的义务。因此，这种合约的流动性低，一般难以出手，大多数合约都由最初的交易双方进行结清。

表 5.4.5 主要期货交易所的合约金额

期货交易所	每份合约金额	
澳大利亚悉尼期货交易所	美元	100 000
新加坡国际货币交易所	西德马克	125 000
	日元	12 500 000
	英镑	62 500
英国伦敦国际金融期货交易所	英镑	25 000
	西德马克	125 000
	日元	12 500 000
	美元	50 000
	瑞士法郎	125 000
美国芝加哥商人交易所	西德马克	125 000
	英镑	25 000
	瑞士法郎	125 000
	日元	12 500 000
	法国法郎	250 000
	C $	100 000
	A $	100 000
	ECU	125 000
中美商品交易所	瑞士法郎	62 500
	英镑	12 500
	西德马克	62 500
	C $	50 000
	日元	6 250 000
纽约棉花交易所	ECU	125 000
费城股票交易所	C $	100 000
	西德马克	125 000
	ECU	125 000
	法国法郎	500 000
	英镑	62 500
	瑞士法郎	125 000
	日元	12 500 000
	A $	100 000

⑤外汇期货市场的参加者，不论是买方还是卖方，一般是在规定时间里一方只开出一种价格，即买方只开出买入价，卖方只开出卖出价。银行远期外汇交易则是同时进行双向的交易，即同时开出买入和卖出价格，低的一档表明是愿意买进的价格，高的一档是愿意卖出的价格。在形成合约的价格方面，外汇期货交易不论交易规模的大小和交易双方的信誉高低，一律为参加者提供完全同等的竞争条件。外汇期货的价格就是在完全竞争的基础上形成的，并由交易所不断公布；银行远期外汇合约的价格则受到交

易规模、信用风险等因素的影响,与它们呈反方向变化。

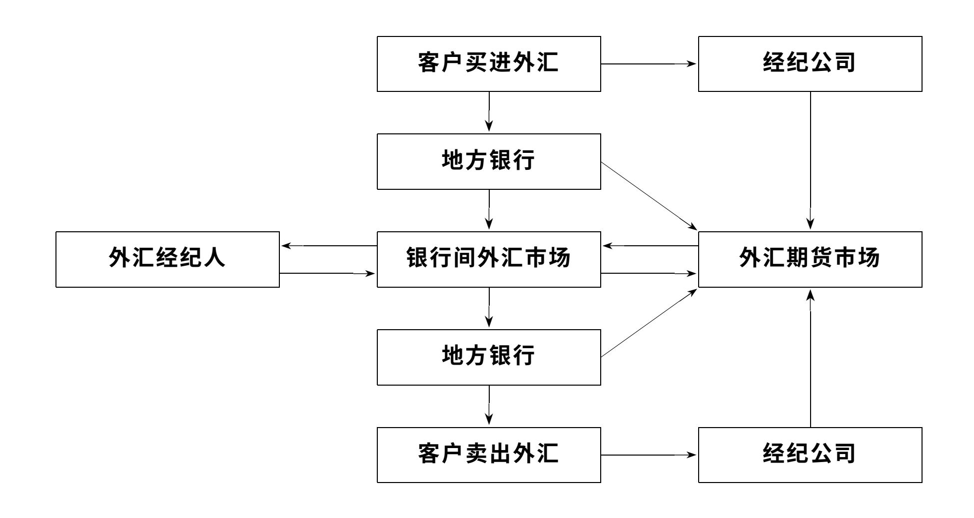


图 5.4.3　外汇交易图

⑥在外汇期货交易市场上,交易双方不直接接触,进行买卖的都是经纪人,买卖双方各自都不知道对方所代表的客户;双方分别与期货交易所的结算机构打交道,外汇期货市场上设立的结算机构是每一交易方的对方,即对买方来说,交易机构是卖方,而对卖方来说,结算机构是买方。这样,在进行外汇期货交易时可以不必考虑对方的信用是否可靠。银行远期外汇交易则不同,由于没有结算机构,所以,每一笔交易都得考虑对方的信用。

⑦外汇期货交易所都有自己的结算公司和保证公司,有一套完整的结算制度和保证措施。因此,在客户交纳一定数量的保证金之后,外汇期货交易的信用风险很低。但进行银行远期外汇的交易则完全依靠对方的信用,虽然实际上出现赖帐的时候不多,但风险也相应增加了。

⑧外汇期货交易实际上是买卖保证金的行为。客户不必按合约规定的金额全部付清,一般只需交付不足合约金额 10%的保证金。外汇期货交易的这一特点,一方面使得交易双方违约的可能性很小;另一方面,也为投机者提供了机会,投机者只需交纳少量的保证金,就可以根据对汇率变动趋势的预测,买进和卖出外汇期货合约,以赚取两个合约之间的差额。银行远期外汇交易大多数情况下不收取保证金,买卖多少外汇,必须根据双方的协议,在规定时间内交付全部金额;只有那些较小的银行委托交易时才付保证金。

⑨外汇期货交易不论是买方还是卖方均须交纳佣金,佣金的数额由客户与经纪人自行商订,在合约对冲时付清。以合约的金额来衡量,佣金是很少的,并且,一般是在计算所得税时予以扣除。银行远期外汇交易,一般不收佣金,只有通过外汇经纪人进行交易时,交易双方才要付佣金。

⑩外汇期货交易的结算工作由结算机构负责。结算机构负责处理每天的未结清合约数、现金支付和交割程序;在每个交易日结束之时,结算机构根据当日结算价格计算盈亏,并进行划帐。若获利可取出,而亏损则要根据规定的保证金的底线标准予以补足,在当日营业终了时以现金结算。银行远期外汇交易的盈亏由于没有结算机构,只能由交易双方在协议的结算日自行结算。

⑪外汇期货市场的参与者,一类是套期保值者,他们希望减少或避免汇率变动的风险;另一类是投机者,他们希望从合约价格的变动中获利。对这两类参与者而言,外汇期货交易的目的都不是实际交付,只要通过一反方向交易就能将合约对冲掉。因此,市场上的任何变动都会导致交易者将手中的合约迅速出手,以赚取利差或减少损失。事实亦如此,外汇期货合约很少有到期后实际交付的,到期后才进行交付的合约一般不足全部合约数的 2%。银行间远期外汇交易的目的则是实际交付,最后进行实际交付

的合约数达90%以上。

⑫外汇期货交易通常由政府机构统一管理，在美国是由商品期货交易委员会管理，在英国则是由证券和投资委员会管理。银行间的远期外汇交易则是由交易双方自我管理。

(2)外汇期货交易与银行间远期外汇交易的联系。尽管外汇期货交易与远期外汇交易之间有很多不同，但它们之间仍然有一定的联系。

首先，这两种交易的客体是完全相同的，即都是外汇，因此，这两种交易是有关联的两种交易活动，它们的区别只不过是进行外汇交易的途径不同。下面这个外汇交易图正是说明了外汇交易两种不同的途径。

如上图所示，客户买卖外汇可以通过两条途径，一条是通过地方银行到银行间外汇市场去买卖，另一条是通过外汇期货交易所的会员公司作经纪人到外汇期货市场上去买卖，而且，银行间外汇市场和外汇期货市场是相通的，它们共同组成完整的外汇市场。

其次，外汇期货交易与银行间远期外汇交易的交易原理是一样的。两种交易的买卖双方都是为了防止或转移汇率风险，达到套期保值或投机获利的目的，而约定在一个未来的时间里，按照一定的价格和交易条件，交收一定金额的的外汇资产。

第三，外汇期货交易与银行远期外汇交易的经济作用是一致的。其作用都是在于便利国际贸易，提供风险转移和价格发现的机制。

4. 影响外汇期货价格的因素

期货的价格就是指交易双方在交易时商定的某种期货在未来某个时间的交付价格。期货的价格与人们对未来交付时的同一种交易对象的现货的价格预期有关。具体到外汇期货，外汇期货的价格则与人们对未来交付时的某种外汇的汇率的预期有关。因此，要想了解影响外汇期货价格的因素，就必须从分析决定汇率的因素入手。

那么，决定汇率的因素有哪些呢？

第一，国际贸易和资本余额

(1)从长期来看，决定一国货币汇率的最重要因素是这个国家的贸易余额，它反映着该国进出口商品的相对价值。若出口额大于进口额，即存在贸易顺差时，该国货币则很坚挺；若出口额小于进口额时，即存在贸易逆差时，该国货币就会疲软。

(2)一个国家的官方货币储备也影响着该国货币的汇率变化。官方货币储备一般包括金储备，国际货币基金帐户上的特别提款权储备和外国货币储备等等。这些储备的多寡反映着一国满足其国际责任的能力，包括它的偿债能力、进口能力和干预外汇市场以维持该国货币汇率稳定的能力。当出现贸易顺差时，官方储备就会增加，而当出现贸易逆差时，官方储备就会减少。

(3)一个国家的资本余额也影响着该国货币汇率的变化。资本余额包括直接的外国投资和短期投机资金余额。由于世界金融体系的发达，资金几乎可以在世界上任何地方流动。一方面，资本的流动主要受短期利息率的影响；另一方面，资本的流动又对短期汇率的变化产生巨大的影响。如果加拿大3月期利息率增加到比美国同期利息率高1%，人们就会把手中的货币转向加拿大。这样，他们就需要卖掉手里的美元而买入加拿大元。对加拿大元需求的增长会使加拿大元更加坚挺；相反，需求的减少会使美元疲软，从而导致美元汇率的下降。

第二，国内经济因素

衡量一国经济状况好坏的因素，主要有：

(1)一国国民生产总值的实际增长率(指扣除了通货膨胀影响的增长率)。稳定的增长率表明一国经济的健康发展。

(2)货币供应增长率和利息率水平。它是影响未来经济发展状况的重要因素。短期里，利息率的变动会引起资本的流动，而资本的流动又会直接影响对该国货币的需求。

(3)通货膨胀率。在不同国家里，通货膨胀率的不同是影响一国货币汇率的又一重要因素。通货膨胀的最终结果是削弱该种货币的购买力。如果其他国家没有经历相同幅度的通货膨胀，那么，该种货币就会贬值，汇率就会下降。

(4)一国的物价水平影响着该国的进出口。例如，在国际市场上，对一些美国和日本都能生产的商品，由于日本物价比美国低，那么，这就会减少美国的出口，增加美国对日本商品的进口，从而导致美国的贸易逆差。

从前面所讲的四点来看，在分析外汇期货价格的决定时，不仅要对每个国家单独研究，而且还应该对它们作比较研究。因为，外汇期货价格反映的是相关的两种货币所代表的国家的经济实力。

第三，政府政策和国内政局

政府通过采取促进或者妨碍该国的国际贸易政策影响该国货币的汇率。例如，政府可以采取的政策有：进口税政策、负利息率政策和禁止通商政策等等。

国内政局稳定与否也影响该国货币的汇率。即

使在一个很稳定的发达国家里，总统的换届选举也会影响该国的外汇市场。事实上，很多经济政策的变化，包括货币的增殖或贬值，经常都与下一届总统的换届选举有关。另外，政党力量的变化经常也会影响该国的经济政策。

第四，预期

对价格变动的预期也会影响一国的外汇市场。例如，在英国进入共同体市场之前，人们预期英镑在1972年底将贬值，因此，早在那年年初，外汇市场就按照预期的方向发生了变化，迫使英国政府在那年夏天实行了浮动汇率。相似地，人们预测在1976年后半年墨西哥比索将贬值，这种预测必然影响外汇市场，使得外汇市场比预期时间早几个月就按照预期变动的方向进行了调整。到1976年9月1日，墨西哥比索已经贬值大约40%。

5．外汇期货的套期保值

与利率期货一样，外汇期货进行套期保值的目的也是为了减少风险。所不同的是，利率期货套期保值的目的是为了避免利息率变动的风险，而外汇期货套期保值的目的是为了逃避汇率变动的风险。因此，在汇率变动异常剧烈的情况下，那些业务与国际贸易有关的跨国公司、进出口公司以及外汇管理机构等就有必要利用外汇期货市场对其外汇资产进行套期保值。外汇期货市场的套期保值功能，正是外汇期货市场最重要的功能。

所谓套期保值，是指利用期货市场来减轻或消除未来现货市场风险的活动。其具体做法是：为了使实际的或预期的现货头寸避免汇率变动的不利影响，进行与现货头寸相反方向的外汇期货交易。由此，根据套期保值交易所采取的方向，外汇期货的套期保值可以分为卖出套期保值和买入套期保值两种。

第一，卖出套期保值

卖出套期保值是指在现货市场上处于多头地位的人在期货市场上做一笔与之反向的空头交易。其目的是为了防止现有外汇资产遭受汇率变动而贬值的风险。

例如，纽约一家银行有足够的资金准备投资于短期证券市场。假定，此时90天期的英国政府证券利息率是19%，同期的美国政府证券利息率是6%，并且，90天期的英国政府证券在投资人持有的期间里不会有任何利息率风险。在这种情况下，显而易见，购买英国政府证券比购买美国政府证券更为有利。但是，若购买英国政府证券，其利息是由英镑支付，而不是由美元支付，因此，投资者在持有期内就要冒汇率变动的风险。这样，投资者因购买英国政府证券所得到的利息率优势可能就会被英镑的贬值而抵消。为了回避这种汇率变动的风险，这家银行就利用外汇期货市场进行卖出套期保值。

其具体步骤如下：

该年7月，纽约这家银行为了购买90天期的英国政府债券，以1英镑等于2美元的价格在现货市场上购买了62 500英镑，同时，在期货市场上以1英镑等于1.95美元的比价卖出价值62 500英镑、9月份交割的英镑期货合约。在这里，英镑的期货价格低于现货价格，表明人们预期英镑将贬值。事实正如所料，到9月份，英镑贬值了，该家银行在现货市场上以1英镑等于1.90美元的价格卖出62 500英镑后，又在期货市场上以1英镑等于1.85美元的价格买进价值62 500英镑、9月份交割的英镑期货合约，以对冲合约。这样，该家银行在现货市场上损失6 250美元〔62 500×(2.0－1.9)〕，在期货市场上获利6 250美元〔62 500×(1.95－1.85)〕，盈亏正好相抵，见表5.5.31。如果这家银行不进行套期保值，在9月份英国政府债券到期时，把英镑换成美元就会给这家银行带来损失6 250美元〔62 500×(2.0－1.9)〕，而这个损失可能会大于因购买英国政府债券而在利息方面获得的额外收益。通过套期保值，该家银行在期货市场和现货市场实现了盈亏相抵，这就消除了汇率变动的风险。

值得注意的是，套期保值虽然减少了汇率的风险，但同时它也减少了在投资方面的潜在收益。例如，这家银行不进行套期保值，如果英镑不像人们预料的那样，不降反升，那么，英镑的增值就可以使这家银行在获得因购买英国政府债券的好处的同时，在外汇市场上也取得可观的收益。但由于进行了套期保值，获得这种收益的可能性也没有了。

表 5.4.6　外汇期货卖出套期保值(实例)

	现货市场	期货市场
7月1日	以1英镑等于2美元的价格购买62 500英镑	以1英镑等于1.95美元的价格卖出9月份到期、价值62 500英镑的期货合约
9月1日	以1英镑等于1.90美元的价格卖出62 500英镑	以1英镑等于1.85美元的价格买入9月份到期、价值62 500英镑的期货合约。
	亏损6 250美元	盈利6250美元

第二,买入套期保值

买入套期保值是指在现货市场处于空头地位的人在期货市场做一笔相应的多头地位的交易。其目的也是为了防止汇率变动可能带来的损失。

买入套期保值的具体做法是:在期货市场买入外汇,而在现货市场上卖出外汇。

例如,一家跨国公司有两个分支机构,一个在美国,另一个在英国。假定某年7月在英国的分支机构有一笔富余资金可以闲置3个月,而在美国的分支机构却缺少维持经营必需的现金。因此,公司的管理部门希望能把这笔资金从英国调到美国,这就涉及到汇率风险的问题。为了避免风险,公司在以1英镑等于2美元的价格在现货市场换卖掉62 500英镑的同时,在期货市场上以1英镑等于2.05美元的价格买入10月份交割,价值62 500英镑的期货合约。到9月份,当公司需要把资金从美国调回英国的分支机构时,公司在现货市场上以1英镑等于2.05美元的价格买回62 500英镑,因此,公司在现货市场上损失3 125美元〔62 500×(2.05—2.0)〕。为了对冲期货合约,公司又在期货市场上卖出价值62 500英镑、10月份交割的期货合约,比价为1英镑等于2.10美元。这样,公司在期货市场上就获利3 125美元〔62 500×(2.10—2.05)〕。盈亏相抵,公司没有因为完成了其经营目的而在外汇市场上亏损或盈利。见表5.4.7。

表 5.4.7　外汇期货买入套期保值(实例)

	现货市场	期货市场
7月1日	以1英镑等于2美元的价格卖出62 500英镑	以1英镑等于2.05美元买入10月份交割、价值62 500英镑的期货合约
9月1日	以1英镑等于2.05美元的价格买回62 500英镑	以1英镑等于2.10美元价格卖出10月份交割、价值62 500英镑的期货合约。
	损失3 125	盈利3 125美元

6. 外汇期货的投机获利

和利率期货市场一样,外汇期货市场的有效运

转不仅取决于套期保值者的参与，而且取决于投机获利者的参与。因为，期货市场最重要的经济功能是运用套期保值交易，将价格风险转嫁给第三者以减少其本身的风险。这样，在期货市场上就需要一批能够承担这种风险的人，而投机者正是这样的人。如果没有这些愿意承担风险的投机者，在期货市场中，由于卖方希望得到尽可能高的价格，而买方希望抓住尽可能低的价格，所以，若没有投机者去弥补这一价格差距，套期保值者要想对冲在手的期货合约是很困难的。而且，由于投机者的参与，期货市场的交易量大为增加，因此，既有利于套期保值者的进入或退出，又不引起价格水平的大幅度波动，从而为期货市场提供了所需的流动性。

由于投机者是希望从价格变动中获取投机性利润的人，所以，许多投机者愿意参与期货市场的交易。因为，参加期货市场的保证金比较低，一般只占合约价值的10%，这样就为投机者提供了能以小额资金获得巨额利润的机会。

一般来说，人们把在外汇期货市场上进行的投机分为两类：一类是简单的“单项式”投机，即普通的买空卖空活动；另一类是套利交易。

第一，简单的“单项式”投机

简单的“单项式”投机是指投机者根据他们对外汇期货市场走势的预测，购买或者出售某一交割月份的外汇期货合约，一旦预测准确，他们便以相反方向的交易对冲掉手中的期货合约，从中赚取差额利润。

例如，某位投机者观察到外汇期货市场上3个月期的英镑合约的比价是1英镑等于2.10美元，他预测这一交割月份的英镑期货处于上升阶级，因此，他购买了1份3个月期的英镑期货合约。由于国际货币市场上的这种期货合约的金额是62 500英镑，则他为购买这一合约须支付131 250美元(62 500×2.1)。实际上，他在购买时只交付了第一笔保证金2 800美元。如果合约成交第二天该合约的比价上升到1英镑等于2.15美元，他卖掉合约，这时他净赚利润3 125美元(134 375－131 250)，如果他预料不正确，合约的比价下降为1英镑等于2.05美元，投机者就会损失3 125美元。相反，如果投机者预测期货市场处于跌势，投机者就会在期货市场上卖出期货合约。在这种情况下，若合约的比价下降为1英镑等于2.05美元，则投机者对冲合约之后获利3 125美元，反之，若比价上升到1英镑等于2.10美元，则投机者损失3 125美元。

可见，投机者获利的潜在可能性是与投机者预测汇率动向的技巧程度成正比的。投机者在期货市场进行投机交易时，将同时面临获利和亏损两种可能性，而且，空头投机者在获利和亏损方面的潜在可能性与多头投机者没有区别。另外，与套期保值交易者有所不同，投机者对于所拥有的期货合约下的实际现货商品不感兴趣，他们总是在合同到期前通过做一个相反的交易，对冲在手的合约，以免去交割实际商品的责任。

第二，套利交易

套利交易是指同时买进和卖出两种不同种类的期货合约，以利用期货间价格差距获得利润的投机活动。这与简单的投机活动不同，因为简单的投机活动是利用同一种类期货价格的变动而获利，但风险较大，而这种交易则风险较小。具体来说，投机者进行套利时，是在同一时间扮演了两个角色：一为买空，另一为卖空。正是这一买一卖之间的价格差异决定了投机者交易的盈亏。特别是在进行这种套利交易时，投机者注重的是合约之间的相互价格关系，而不是绝对价格水平，他们买进自认为便宜的合约，卖出那些高价的合约。只要合约价格的变动方向与预测的一致，投机者就可从两合约之间的价格关系变动中获利。

大多数投机者都更愿意进行套利交易，主要原因是这种交易方式风险较低，而且所需交纳的履约保证金较少。由于同类商品、但不同交割月份的两张期货合约价格在运动方向上是一致的，套利交易可以为避免始料不及的或因价格剧烈波动而引起的损失提供某种保护，因此其风险程度较单方向交易为小。另外，套期交易对履约保证金的要求比单纯做多头或空头来得小，使得交易者在融通资金方面更为灵活。

套利交易主要有三种形式：一是跨交割月份套利交易(即跨期套利)、跨市场套利交易(即跨市套利)和跨商品套利交易(即跨品种套利)。

(1)跨期套利。跨期套利是指在同一期货市场同时买卖不同交割月份的同种外汇期货合约。这种套利交易形式是套利交易中最为常见的一种。它是利用同一商品但不同交割月份之间的正常价格差距出现异常变化时进行对冲而获利的。这种交易形式又可分为买空套利(或牛市套利)和卖空套利(或熊市套利)两种。

当牛市套利时，期货合约价格上升，同一种商品不同时间的期货合约之间的价格差距会扩大，投机者便买进近期交割月份的期货合约，同时卖出远期交割月份合约。若近期合约的价格上涨幅度大于远

期合约的价格上涨幅度,则他们对冲手中的合约便会获利。

买空套利是指交易者买进近期交割月份的期货合约,同时卖出远期交割月份的期货合约。在看涨的市场上,投机者希望近期期货合约价格上涨幅度大于远期期货合约价格的上涨幅度;在看跌的市场上,投机者希望近期期货合约价格的下跌幅度小于远期期货合约价格的下跌幅度。

例如,某年 3 月,美国某投机者在芝加哥期货交易所买卖英镑期货合约。当时,6 月份交割的英镑期货价格是 1 英镑等于 2 美元,9 月份交割的英镑期货价格是 1 英镑等于 2.1 美元。因此,在看涨的市场上,投机者预测 6 月份交割的英镑期货合约的价格上涨幅度将大于 9 月份交割的英镑期货合约的价格上涨幅度。他买进 6 月份交割的合约,卖出 9 月份交割的合约。正如所料,同年 4 月,6 月份交割的英镑期货价格是 1 英镑等于 2.4 美元,9 月份交割的期货价格是 1 英镑等于 2.45 美元。这时,他卖出 6 月份交割的合约,买进 9 月份交割的合约,对冲后他获利 3125 美元〔62500×(2.4+2.1−2−2.45)〕。

卖空套利则指投机者卖空近期交割月份的期货,同时买空远期期货。在看涨的市场上,交易者希望远期期货合约价格的上涨幅度大于近期期货合约价格的上涨幅度;在看跌的市场上,希望远期期货合约的价格下跌幅度小于近期期货合约的价格下跌幅度。例子从略。

(2)跨市套利。跨市套利是指利用同一外汇期货合约在两个或两个以上的交易所存在的价差而获利的一种投机。其具体做法是投机者根据对不同外汇期货市场形势的预测,进行买空或卖空外汇期货套利,同时在两个交易所进行两种相似的外汇期货合约但交易方向相反的交易。例子从略。

(3)跨品种套利。跨品种套利是指利用两种不同的、但互相关联的外汇期货合约之间的价差进行的套利交易。这种交易方式主要是通过同时买进和卖出相同交割月份,但不同种类的外汇期货合约进行的。这是因为,虽然两种互相关联的外汇期货合约的价格是呈同一方向变动的,但是,它们的变动幅度是不会相同的。也就是说,其中一种外汇期货合约的上涨速度或下跌速度会比另一种合约来得快。因此,决定这种交易成功与否在于开始套利的价格及最后清算的价格两者之间的相对差异程度。这时,价格变动的方向并不重要。重要的是在这段时间内所套利幅度的宽与窄。

三、股票指数期货

1. 股票指数的基本概念

(1)股票指数的定义。股票指数是指通过选择若干种具有代表性的上市公司的股票组成成份股,计算它们的成交市价而编制出的一种价格指数。

股票指数的编制,通常是以某一固定年份为基期,即以这一年的股票平均价格为 100,用以后各个时期的股票平均价格和基期的平均价格相比较,计算出的百分比则为各个时期的股票指数。一般的股票指数每 3 分钟计算一次。

可见,股票指数反映的是股票市场平均涨跌变化的情况和幅度。另外,由于成份股是股票指数计算的对象,而成分股又大都是具有代表性的大公司的股票,这些股票构成股票市场总值的大部分。因此,股票指数不仅能够反映股市的变动,而且能够影响和带动整个股市的走势。投资者可根据股票指数的走势作出合理的投资选择。

(2)股票指数的种类。股票指数种类很多,而且,大部分国家都有其代表性的股票指数。其中,最著名的股票指数有:

①道琼斯股票指数和标准普尔 500 种股票价格指数。道琼斯股票指数是为众多经济报刊杂志经常引用的美国最著名的股票指数。

道琼斯股票指数共分四组:

第一组,工业平均指数,由 30 种有代表性的工业公司的股票组成成份股;

第二组,运输业平均指数,其成份股包括 20 家著名的运输业公司的股票;

第三组,公用事业平均指数,其成份股包括 15 家公用事业公司的股票;

第四组,综合指数,其成份股由上述三组包括的 65 家公司的股票组成。

其中,第一组指数,即道琼斯工业平均指数,被引用得最多。

在各公司的经营发展中,各公司的发展状态不可能完全相同。而发展情况的不同,会使各公司的股票在股票市场上的相对地位发生变化。因此,成份股的选择就会因这种公司实力的变化而有所不同。

在美国,标准蒲尔公司编制的标准普尔 500 种股票价格指数也很有名。其成份股包括:工业股票 400 种,公用事业股票 40 种,金融业股票 40 种和运输业股票 20 种。

②金融时报工业普通股票指数。在英国,最有代表性的股票指数是金融时报工业普通股票指数。它

的成份股有30种，分别代表英国30家著名的工业和商业公司。除星期一以外，该指数每天刊载在金融时报上，故而得名。由于选出的这30家公司的股票都是蓝筹筹股，因此这一股票指数被视为伦敦证券交易所的晴雨表。

③日本经济新闻社道琼斯股票平均价格指数。日本经济新闻社道琼斯股票平均价格指数（简称为日经—道指数），是利用修正的美国道—琼斯公司股票价格平均数的计算方法，以东京证券交易所第一部登记交易的225家公司的股票为其成份股而计算出的股票平均价格。股票的选择、指数的计算与发表都由日本经济新闻社进行，因而得名。

④恒生股票指数。恒生股票指数是香港最为有名的股票指数。恒生股票指数的成份股有33种，其中，金融分类指数4家，公用事业指数5家，地产分类指数9家，工商业分类指数15家。这33种成份股，是根据各公司股票的资本市值（股票发行数量乘以市场价格）和其在香港的经济地位而选出的。因此，成份股有可能随上述两点的变化而出现变动。

恒生指数由恒生银行于1969年11月24日起每日发表，以1964年7月31日为基日，指数为100，后由于技术原因，恒生股票指数的基日转为1984年1月13日，以当日的收市指数975.47为基期股票指数，以维持股票指数的连续性。

恒生股票指数的33种成份股的资本市值占香港股市资本总值的65%以上。因此，恒生股票指数也是香港股市行情的晴雨表。

除上述美、英、日、香港具有代表性的股票指数之外，世界上还有许多著名的股票指数。例如，美国的1500种综合指数和价值线综合指数，英国的金融时报证券指数，日本的Osaka50股票指数，香港的香港股票指数，澳大利亚的悉尼股票指数以及菲律宾时工商股票指数。

（3）股票指数的计算方法。在计算股票指数之前，首先要选择成份股。即主要应选择那些总价格变动趋势能够反映整个股票市场或某一部分市场价格变动的股票作为股票指数计算所依据的对象。这样，选出的数量相对较小的一组股票，其价格变动与整个股票或某一部分股票市场价格在运动方向上是保持一致的。

股票指数的计算方法，主要有算术平均法，几何平均法和加权平均法。其中，采用最多的是加权平均法，即通过对每一种股票进行加权计算，以使股票指数较客观地体现每一种股票的重要程度。加权平均法在计算股票指数时，又大体可分成二类：一种是采用资本加权，亦称市场价值加权，即在资本加权指数中，组成该指数的各种股票根据其所发行股数的现行市场总价值进行加权；另一种是采用价格的加权法，即构成指数的股票用各自的价格进行加权计算，按照这种加权方法计算，价格较高的股票对指数的影响会更大。这两类加权方法中，资本加权方法应用得较为广泛。

目前，世界上大多数国家的股票指数采用的是拉斯佩尔式基期加权总值指数计算方法。这种计算方法比较简单。以香港恒生股票指数为例，恒生股票指数等于现行成份股的总市值除以基期成份股的总市值，用公式表示：

$$\text{恒生股票指数}=\frac{\text{现行成份股总市值}}{\text{基期成份股总市值}}\times 100$$

由于各成份股的资本额甚至成份股本身均会随时发生变化，因此，股票指数是通过一系列互为因果、互为关联的数字来计算的，只有不断地对它进行调整才可以较为准确地反映出经济的变化和增长。为了计算简便，一般采用如下公式进行这种每日连锁计算：

$$\text{当日收市指数}=\text{昨日收市指数}\times\frac{\text{当日收市总市值}}{\text{昨日调整总市值}}$$

在这里，昨日调整总市值是根据资本额的变化进行调整以后的前一日的总市值。

个别国家的股票指数采用的是另外一些计算方法。例如，英国的金融时报工业普通股票指数采用的是几何平均法，其特点是在计算时对成份股的大幅运动给予较少的权数，因此，价格变动对指数的影响则比较大。美国堪萨斯农产品交易所的价值线综合指数，是根据1700种股票（约占纽约股票交易所交易股票的90%）所编制的。对于每一种股票，不论其价格大小、股票多少或活动情况如何，计算时都给予相等权数，因此它是加权数相等的几何平均数。

2. 股票指数期货的产生和发展

第一，股票指数期货产生的背景

股票价格是指在证券市场上买卖股票的价格。股票是一种凭证，本身没有价值。它之所以有价格，可以买卖，是因为股票能够给它的持有者带来股息收入。因此，股票价格与预期股息的大小成正比，而与利息率的高低成反比。用公式表示为：

$$\text{股票价格}=\frac{\text{预期股息}}{\text{利息率}}$$

股票价格由预期股息和利息率决定，即预期股息和利息率的变动会导致股票价格的变动。可见，股票具有价格风险。这种风险主要来自两方面：一方面

是由于股份公司本身经营管理不善而引起股息、红利的减少，直至资金所损；另一方面则是由于股市受到政治、经济等社会因素的影响而形成的股票价格下跌。相应地，股票的价格风险可以分成二类：一是系统性风险，二是非系统性风险。

系统性风险是指某种股票价格的变动与整个股票市场的变动相一致，即在股票市场上大多数股票价格是一起上升或一起下降的。这些股票受到共同的市场因素的影响，具有相同的风险。

非系统性风险则是指个别股票的市场风险，这种风险与其他股票无关。不过，当这种股票同其他股票组合在一起时，若搭配得当，则可以把上述的非系系性风险予以分散。因此，只要股票适当地加以分散化，那么，股票价格具有的风险是唯一的，即只有系统性风险。也就是说，股票分散化可以防止个别股票价格下跌的风险，但不能防止股票市场全面下跌的风险。

本世纪70年代以来，西方国家受“石油危机”的影响，经济不稳定，利率波动剧烈，和利率有关的债务凭证纷纷进入期货市场。尤其是1981年里根上台之后，把根治通货膨胀作为美国经济的首要任务，实行强硬的紧缩政策，引起利率大幅度上升，美国股票市场受到沉重打击，股价狂跌。

在这样的系统性风险下，为了减少股票持有人所冒的市场风险，保证其不受损失或少受损失，就迫切需要一种新的能够给股票持有人实现套期保值的办法。股票指数期货正是在这种情况下应运而生的。

第二，股票指数期货的产生和发展

1982年2月24日，美国堪萨斯市期货交易所推出了第一份被称为价值线综合平均指数的股票指数期货合约。这种期货合约是买卖双方在市场上根据股票指数的升降按照事先约定的买卖时间和价格进行交易的。它的推出，为股票持有人提供了套期保值的新方法，因此，深受广大股民的欢迎。在它之后，其他类型的股票指数期货合约也相继进入期货市场。

1982年4月21日，美国芝加哥商人交易所推出了标准蒲尔500种股票指数的期货合约。这种指数代表了在纽约证券交易所、美国证券交易所和场外交易买卖的500种普通成份股的加权平均指数。

1982年5月6日，美国纽约期货交易所推出了综合股票指数合约。芝加哥期货交易所也于1984年7月23日推出了主要市场指数合约。

股票指数期货合约在美国推出之后，由于它以全新的概念开拓了大量新的投资机会和领域，也日益受到各国金融界的青睐，在世界范围内迅速发展起来。

1983年，澳大利亚悉尼期货交易所根据澳大利亚证券交易所普通股票指数制定了自己的股票指数期货合约——悉尼股票指数。1984年2月，英国伦敦亦推出名为“金融时报证券交易所100种股票指数”。作为亚洲主要金融中心的香港，于1986年5月正式在香港交易所推出股票指数期货的交易。1986年9月，新加坡也开办“国际货币交易所日本日经225股票指数”期货合约交易。

股票指数期约产生后取得了很大成功。在它产生的当年(1982年)，标准普尔500种股票指数期货合约交易量就达到150万份，价值线综合平均指数期货合约交易量亦超过35万份。

由于价值线综合平均指数是1700种股票价格算术平均数，它没有给予那些最有可能使用股票数期货并从中获利的大公司的股票应有的重视，因此不能反映这些大公司股票价格的运动，故其发展受到限制。与此相反，标准蒲尔500种种股票指数由于是加权平均指数，它的发展则非常迅速。到1984年，标准蒲尔500股票指数期货合约就成为世界上第二大金融期货合约。

纵观股票指数期货的发展，股票指数期货自其产生之时起，其合约交易量的增长一直超过其他类型期货的增长。到1984年，股票指数期货合约交易量已占美国所有期货合约交易量的20%以上。

目前，世界上股票指数期货交易则主要集中于几大股票指数，即金融时报股票指数(Financial Times index)、日经—道指数(the Nikkei Dow Jonex index)、恒生股票指数(the Hang Seng Stock index)。

3. 股票指数期货

第一，股票指数期货的定义

所谓股票指数期货，就是以股票市场的股票价格指数为买卖对象的期货。股票指数期货交易就是买卖股票指数期货合约的交易。股票指数期货合约则是参与股票指数期货市场的买卖双方根据事先约定好的价格同意在未来某一特定时间进行股票指数交易的一种协定。

股票指数期货一方面是期货的一种，在期货市场上进行买卖，另一方面由于它所买卖的是与股票有关的指标，它又与股票市场有关。因此可以说，股票指数期货是期货市场与股票市场的共同产物，它既具备了期货的特点，又包含了股票的特色。不过，正是由于股票指数期货结合了两者的特点，它与一般意义上的期货和股票都有着很大的不同。

第二,股票指数期货的特点

股票指数期货的主要特点是以现金结算,而不是实物(股票)交割。这是股票指数期货与其他形式期货之间的最大不同之处,使得投资者未必一定要持有股票才能参与股票市场的幻想成为可能。一般来说,投资者在购买股票时经常遇到的难题就是虽然知道整个股票市场的总趋势但仍不能真正把握购买哪一种股票为好。这是因为虽然整个股市的走向可以预测,但个别股票的变化却完全可能与之背离,从而造成投资者在股票投资上的风险或损失。股票指数期货的出现正好解决了这一难题,它使得投资者参与了股票市场而又不必拥有股票,同样获利而又可省去挑选股票所冒的风险。

股票指数期货合约在交易时,实际上只是把股票指数按点数换算成现金进行交易。合约到期时以股票市场的收市指数作为结算的标准,合约持有人只须交付或收取按购买合约时的股票指数的点数与到期的实际指数的点数计算的点数差折合成的现金数,即可完成交收手续。这种结算方法避免了要从股票市场上收集股票作为交收的繁琐的步骤,同时也省去了不少交易费用。不过,实际上,真正到期交收的合约只占整个股票指数期货合约的 1%～2%,绝大多数股票指数期货合约的持有者在合约期满前就以对冲方式结束了手中的合约。

股票指数期货的另一特点则是它的高杠杆作用。股票指数期货的买卖以保证金方式进行。买入或卖出 1 张合约,都要垫付一笔保证金,作为日后合约到期时履行交收责任的保证金。投资人在买卖股票时,一般必须存放的保证金不低于股票的 50%,而股票指数期货合约则只需 10%左右。这就产生了高的杠杆作用,使投资者可以以小本获大利。如果期货市场的变化与股票指数期货合约交易者所预测的结果基本相符,他便可以通过交纳很少的一部分保证金而获得可观的利润。当然,这种以小本获大利的买卖不仅存在大赚的可能性,而且也潜伏大亏的危险,一旦交易者的预测与市场的走势相反时,这种情况就会发生,其亏蚀的程度也有可能超过最初的保证金。

股票指数期货另外还有交易成本低、流动性强等特点。

第三,股票指数期货合约价格的确定

股票指数期货合约的报价采用指数点,其价格是由指数的点数与一个固定的金额相乘而得。对恒生指数及其分类指数期货而言,这个固定金额为港币 50 元,假如现时恒生股票指数期货的报价是 5000 点,则一张恒生股票指数期货合约的价格就是 25 万港元(50 港元×5000 点)。标准普尔 500 种股票指数期货合约的价格是当时指数的 500 倍,即如果标准普尔 500 种股票指数某日为 210 点时,则一份标准普尔 500 种股票指数期货合约的价格为 105000 美元(500 美元×210 点)。而主要市场指数期货合约的价格则是其现时点数的 100 倍。

股票指数期货合约的价格波动也有最低限和最高限的规定。美国的几种股票指数期货合约最低波幅均为 0.05 个指数点(每张合约 25 美元)。香港恒生股票指数期货合约的最低波幅为 1 个指数点(每张合约 50 港元),最高波幅为不高于或低于前一日收市指数的 100 点。

第四,与股票指数期货合约交易有关的内容

股票指数期货合约在进行交易时,都会遇到合约价格的计算、最小价位变动的规定等等方面的内容。下面以堪萨斯农产品交易所的价值线综合指数、芝加哥商人交易所的标准普尔 500 种股票指数、纽约期货交易所综合指数、芝加哥交易所的主要市场指数以及香港的恒生股票指数为例加以说明。

(1)合约的价格。每一份股票指数期货合约的价格等于购买或出售时所报的指数的点数乘以一个固定金额。堪萨斯农产品交易所的价值线综合指数、芝加哥商人交易所的标准普尔 500 种股票指数和纽约期货交易所的综合指数等三种期货合约的单位价格都是现时指数的 500 倍。芝加哥交易所的主要市场指数为 100 倍。恒生股票指数则为 50 倍。

(2)最小价位变动。各个进行股票指数期货合约交易的交易所对合约的最小价位变动都有规定。价值线综合指数、标准普尔 500 种股票指数、纽约期货交易所的综合指数和主要市场指数的期货合约价格最低变动限制为 0.05 点,即前三种最低价位变动为 25 美元(500×0.05),最后一种则为 5 美元(100×0.05)。恒生股票指数期货合约的最小价位变动为 50 港元(50×1)。

(3)每天的价格限额。同传统的期货合约不同,股票指数期货合约一般都没有每天的价格限额。恒生股票指数例外,以不高于或低于前一日收市指数 100 点(5000 港元)为限。

(4)交收月份。以每一季度为标准,即按 3、6、9、12 月进行循环交收。

(5)交易时间。各个期货交易所都有自己的交易时间。经营标准普尔 500 种股票指数期货合约买卖的芝加哥商人交易所的交易时间为芝加哥时间上午 8:30～下午 3:15。综合指数期货合约的交易时间为纽约时间上午 9:30～下午 4:15,而恒生股票指数期货

合约的交易时间从星期一至星期五，上午 10：00～12：30，下午 2：30—3：30，每星期三交易时间为半天。

（6）最后交易日。标准普尔 500 种股票指数的最后交易日是合约月第三个星期四；价值线综合指数的最后交易日是交割月最后的营业日；纽约期货交易所综合指数的最后交易日是交割月最后营业日的第二天；恒生股票指数的最后交易日是每个交易月份的最后一个交易日。

（7）交收与结算方式。所有股票指数期货合约都以现金交收，不以实际股票交收。在最后交易日仍未进行对冲交易的恒生股票指数合约，按规定必须经结算所根据收市指数以现金结算。标准普尔 500 种股票指数合约按最终结算价以现金结算，此最终结算价由合约月份的第三个星期五的 500 种股票指数合约的开盘价所决定。纽约期货交易所的综合指数合约在合约到期时以现金结算，最终结算价格根据到期合约月份第三个星期五的开盘价格经特别计算而求出。

（8）成份股的组成。各种股票指数所选定的成份股的数量和组成不尽相同，而且，同一指数中的股票数和组成也不是一成不变的。一般而言，成份股的数量，主要市场指数为 20 种，纽约期货交易所综合指数为 2100 种，标准普尔 500 种股票指数为 500 种，价值线综合指数为 1700 种，恒生股票指数为 33 种。

（9）指数的计算方法。纽约期货交易所的综合指数恒生股票指数和标准普尔 500 种指数都采用基期加权总值指数法，这种方法为大多数的股票指数采用。价值线综合指数则按几何平均法计算。

（10）保证金。股票指数期货最小的初期保证金大约是合约价值的 10％。做套期保值和套期图利所缴的初期保证金则较低。这种最低的初期保证金由交易所规定。不过，经纪公司所收的保证金要比这一标准高。恒生股票指数的初期保证金订为每张合约 1500 港元，并且每位客户的保证金总额不得低于 7000 港元。

4．股票指数期货市场的结构和运作

第一，股票指数期货市场的结构

股票指数期货的交易不是在股票交易所而是在期货交易所进行。从结构上看，股票指数期货市场主要由期货交易所，结算公司和保证公司这样三个团体组成。作为期货交易所，它主要负责市场的操作，比如提供交易场所、维持市场秩序、制定和修正买卖规则等等。保证公司和结算公司则主要负责期货合约的结算，并承担保证每笔交易的清算和保证合约买卖双方的合法权利的担保责任。

第二，股票指数期货市场的运作

以香港为例，参加股票指数期货交易的成员主要有五类：通用结算会员、结算会员、非结算会员、本户会员和一般客户。这五类成员间的关系如下图：

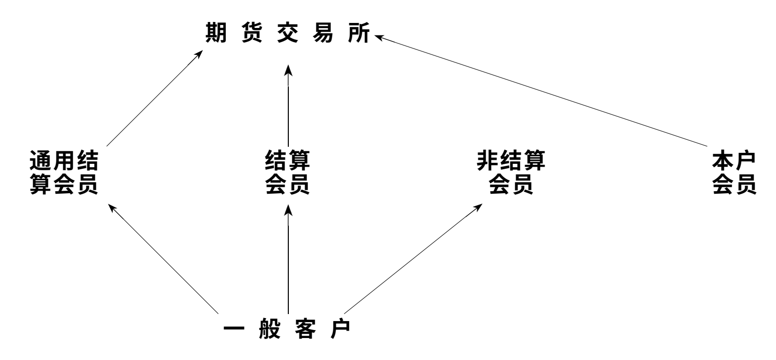


图 5.4.4　参加股票指数期货交易成员的关系

通用结算会员、结算会员、非结算会员和本户会员都是期货交易所的会员，可以直接到期货交易所进行股票指数期货合约的买卖。除本户会员外，其余三者还可以接受一般客户的委托，代他们到期货交易所进行交易；本户会员则只能为自己而不能为他人作股票指数期货买卖。一般客户不是期货交易所的会员，他要进行股票指数期货交易只能由通用结算会员、结算会员或非结算会员作为期货经纪公司代为履行。在这种情况下，期货经纪公司在期货交易所派驻交易员，一旦公司接到客户要求代为买进或售出股票指数期货合约的指令时，公司就马上打电话通知其在期货交易所的代表，由后者根据客户提出的价格和数量进行交易。

在香港，恒生股票指数期货合约在期货交易所的交易栏上采用上牌和公开喊价两种方式相结合的方法进行交易。这种交易方法类似于拍卖，买卖双方可以竞相出价，彼此竞争，从而获得较好的买价和卖价。而且，由于大多数合约持有人在实际交收日之前

就以对冲方式结算了手中的合约，所以，在这种股票指数期货合约的交易中，买卖双方优先考虑的是价格，其次才是合约的具体月份和合约数量的多少。

股票指数期货交易的结算，概括地说，是这样进行的：

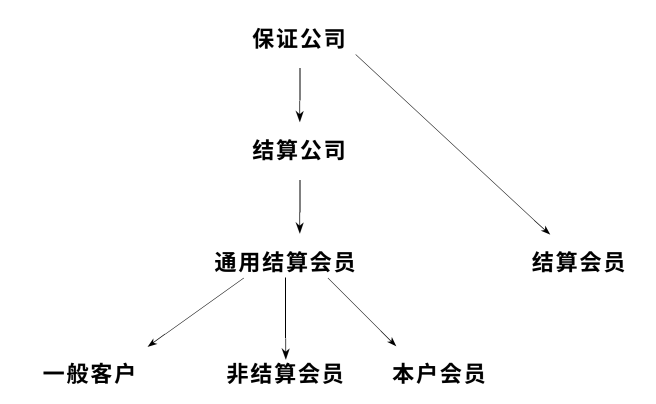


图 5.4.5　股票指数期货交易的结算关系

股票指数期货市场中的结算会员可以直接与结算公司打交道，但不能替其他非结算会员进行结算。香港期货交易所目前对结算会员资产净值的要求是 1000 万港元。通用结算会员的资产净值则在 2500 万港元以上，它不但自己拥有结算权，还可以替非结算会员（资产净值至少 500 万元），本户会员（资产净值至少 200 万元和一般客户进行结算。而后三者则只能通过通用结算会员间接地与结算公司发生关系。

5. 股票指数期货的套期保值

第一，套期保值是股票指数期货的主要功能

对于一个拥有股票的投资者，要想使他手中的股票价值避免贬值的危险，股票指数期货是最有效的套期保值手段。通过股票指数期货的套期保值，已经拥有股票和将要购买或卖出股票者可以转移股票贬值的风险，避免或减少可能的损失。可见，套期保值是股票指数期货的主要功能。

由于股票价格指数是根据一组股票价格的变动情况编制的指数，因此，股票价格指数的变动趋势是和股票价格的变动趋势呈同方向、同幅度的。这样，同时在股票的现货市场和股票指数的期货市场进行相反方向的操作，就可以抵消可能出现的风险。这就是股票指数期货的套期保值原理。

在进行具体操作时，股票指数期货的套期保值方法分为两种：买入套期保值和卖出套期保值。

第二，股票指数期货的卖出套期保值

卖出套期保值活动的参与者，主要是已经拥有股票的个人或机构，另外也可能是预期将持有股票的个人或机构。在对未来股市的走势没有把握或预测股价会下跌的时候，为避免股价下跌可能出现的损失，他们就会采用卖出股票指数期货的套期保值活动进行防卫。这样，一旦股市真的下跌，他们就可以从在期货市场上卖出的股票指数期货合约的交易中获利，以弥补由于股市下跌在股票现货交易中所受的损失。

例一，某股票持有人拥有价值 2400 万美元的股票，他预料未来股价会下跌，因此，他在芝加哥交易所卖出主要市场指数期货合约。当天每份主要市场指数期货合约的市值是 80000 美元，则他需要出售的合约数为 300 份（24000000÷80000）。

表 5.4.8　股指期货卖出套期保值

	股票市场	期货市场
现在	拥有价值 2400 万美元的股票	卖出 300 份主要市场指数期货合约，总价值为 2400 万美元(80000 美元/份·300 份)。
将来	股票价值下降至 2280 万美元	买回 300 份主要市场指数期货合约，总价值为 2283.75 万美元(76125 美元/份×300 份)。
市值变化	亏损 120 万美元	盈余 116.25 万美元

结果正如所料，股票价值下降至 2280 万美元，每份期货合约价格也相应下降到 76125 美元。这时，买回期货合约对冲掉卖出的合约。这样，股票市场上的损失就由期货市场上的盈利补偿。因此，经过卖出主要市场指数期货合约，该股票持有人减少的损失为 116.25 万美元。现在他的损失为 37500 美元，但若不采用这种方式套期保值，他会损失 120 万美元。见表 5.4.8。

例二，香港某股票持有人现持有价值约 100000 港元的股票，由于他认为股市前景看淡，于是便卖出 1 月期的恒生股票指数期货合约。当天 1 月期期货合约恒生指数为 2900 点，因此卖出的合约价值为 2900×50=145000 港元。一个月后，股市真的下降，他持有的股票价值下降到 90000 港元。这样，他在股票市场的损失为 10000 港元(100000−90000)。但由于他在事前作了套期保值交易，而这时的恒生股票指数亦下降约 200 点，为 2700 点。他买回合约则他在股票指数期货市场上的盈利为 10000 港元〔(2900−2700)×50〕。买卖相抵后，股票市场损失的 10000 港元就由期货市场盈利的 10000 港元弥补，达到了保值的目的。见表 5.4.9。

表 5.4.9　股指期货卖出套期保值

	股票市场	期货市场
现在	持有价值约 100000 港元的股票	售出 1 月期的恒生股票指数期货合约，总价值为 145000 港元(2900×50)。
一月后	股票价值下降为 90000 港元	买回 1 月期恒生股票指数期货合约，总价值为 135000 港元(2700×50)。
市值变化	亏损 10000 港元	盈余 10000 港元

例三，美国某股票持有人有分属于 500 家公司的股票，价值为 10000 美元。为保值，在股票指数期货市场卖出 1 份 3 个月后到期的标准普尔 500 种股票指数合约，指数点为 20，因此 1 月份合约价格为 20×500=10000 美元。3 个月合约到期前，手中的股票由于经济周期影响明显跌价，股票价值为 9000 美元；同时，在期货市场上股票指数也相应下跌，点数为 18，这时买入 1 个合约的成本为 16×500=8000 美元。该股票持有人在股票市场上损失 1000 美元，而在期货市场上赚了 2000 美元。可见，套期保值活动不仅可以避免股市下跌的风险，还可以有所获利。见表 5.4.10。

表 5.4.10　股指期货卖出套期保值

	股票市场	期货市场
现在	持有价值约 10000 美元的股票	卖出 3 月期的标准普尔 500 种股票指数合约，总价值为 10000 美元（20×500）。
三个月后	股票价值跌至 9000 美元	买回 3 月期标准普尔 500 种股票指数合约，总价值为 8000 美元（16×500）。
市值变化	亏损 1000 美元	盈余 2000 美元

在运用卖出股票指数期货合约进行套期保值的活动中，也可能出现股票市场的走势与预测相反的情形。也就是说，股票价值不是下跌而是上升，这样就会造成买回股票指数合约的成本大于卖出时的收益，在股票指数期货市场上发生损失，而这种损失则会因股票的升值得以弥补。

第三，股票指数期货的买入套期保值

股票持有人在运用套期保值方法时，还可以采用一种与卖出股票指数期货活动方向相反的方式，即进行买入套期保值，这是因为，当股票持有人卖出股票后若股市反而上升，这时他无形中就会遭受一定的损失，或者，一个投资者将收到一笔投资基金，但在资金未到手之前，他可能认为股市短期内会急升，为了便于控制购入股票的时间，他可以先在期货市场买入股票指数期货，预先固定了将来购入股票的价格，等资金一到，便可以运用这笔资金进行股票投资。在这两种情况下，都可以运用买入股票指数期货合约的方法。

例一，美国某投资者卖出价值 2400 万美元的股票，同时购入 1 月后到期的主要市场指数期货合约。当天一份 1 月期的主要市场指数期货合约的价格是 80000 美元，即他一共买入合约 300 份（24000000÷80000）。一个月后，股市上升，使他售出的股票价值增至 2500 万美元。这样，他在股票市场上损失 1000000 美元。但由于他在事前买入股票指数合约，当主要市场指数期货合约价格也相应上涨至 83000 美元时卖出合约，他在股票指数期货市场上的收益是（83000－80000）×300＝900000 美元。他在股票指数期货市场上的盈利虽不能弥补其在股票市场上的金钱损失，但却减少了他大部分的损失。见表 5.4.11。

表 5.4.11　股指期货买入套期保值

	股票市场	期货市场
现在	卖出价值达 2400 万美元的股票	买入 1 个月期的主要市场指数期货合约，总价值为 2400 万美元（80000×300）。
一个月后	股票价值上升到 2500 万美元	卖出 1 个月期的主要市场指数期货合约，总价值为 2490 万美元（83000×300）。
市值变化	亏损 100 万美元	盈余 90 万美元

例二，香港某股票投资人计划投入一部分资金购买股票。在资金到位之前，他通过买入股票指数期货合约的办法来固定他所要买的股票的价格。例如，他欲购面值 100000 港元的股票，但资金未到位。由

于他预期股市短期内会猛升,于是购入1个月期股票指数合约。这时股票指数为2000点,合约价格为2000点×50=100000港元。结果正如所料,股市上扬,欲购的股票市价上升至105000港元,股票指数也上升至2100点。他买进股票,卖出股票指数期货。股票价格上升造成他损失的5000港元则由股票指数市场上赚回的同等金额补偿了。见表5.4.12。

表5.4.12 股指期货买入套期保值

	股票市场	期货市场
现在	预料股市急升,虽欲购价值100000港元的股票,但资金未到位	买入1个月期股票指数合约,点数为2000点,价值为100000港元(2000×50)。
一个月后	股市上扬。欲购股票的市价上升到105000港元	1月期指数升至2100点。卖出,则价格为105000港元(2100×50)。
市值变化	损失5000港元	盈利5000港元

例三,美国某股票投资者欲卖掉手中价值为10000美元的股票。为避免可能的损失,他在卖出股票的同时,在期货市场买入股票指数期货合约。当时1个月期的标准普尔500种股票指数的点数为20,则1份合约的价格为20×500=10000美元。不久,股市真的上场,原来价值10000美元的股票已上涨至11000美元,他在股票市场上损失1000美元。这时,股票指数期货合约的价格也上升到25×500=12500美元,卖掉期货合约后在期货市场上净赚2500美元。通过采用这种方法,不仅避免了损失,还增加了获利。

同样,在运用买入股票指数期货合约进行套期保值的活动中,也会出现股市走势与预测不一致的情况。不论预测准确与否,由于套期保值是同时在股票市场和期货市场进行方向相反的活动,所以一方的损失总可以用另一方的盈余加以补偿,从而起到保值的作用。

6. 股票指数期货的投机作用

第一,股票指数期货的投机功能

股票指数期货市场的主要功能是套期保值帮助投资者转移风险。同时,它作为一种较新的投资工具,也为投资者提供了直接参与买卖的投资机会,也就是说,股票指数期货市场还具有投机的功能。

在股票指数期货市场上,投机者是不可缺少的。因为,在期货市场上如果没有套期保值者买进或出售的合约,投机者便没有了投机的对象,无法进行买空卖空活动,也就不会有投机者和投机行为的产生;同样,如果在期货市场上没有投机者或者投机者很少,那么,套期保值者想转移的价格风险就会无人承担。他们由于担心价格上涨带来损失而买进期货时,就会没有卖者或卖者很少,而当他们担心价格下跌造成损失而卖出期货时,又只有很少的买者,这样,其套期保值的目的便难以实现。因此,套期保值者和投机者之间是一种相互依存的关系,缺一不可。正是由于投机者愿意承担套期保值者希望转移的风险,市场上的风险转移才能得以随时随刻地进行,才能使市场具有流动性。

股票指数期货市场具有投资功能,其原因是,由于股票指数期货合约是以股票指数作为交易的基础,因此直接投资进行股票指数期货合约的买卖实质上是一种间接买卖股票的经济活动。从一定意义上说,这种间接买卖股票的活动甚至优于直接买卖股票。因为:

(1)对于投资者来说,购买股票至少要有两种风险,一种是系统性风险,即整个股市大幅涨落的风险;另一种是非系统性风险,即个别股票行市剧烈升降的风险。因此,投资者在购买股票时,除了要综观整个股市的行情外,还得考虑个别公司的业务概况、发展前景以及盈利多寡等等。在具有这两种风险的情况下,除非投资者可以动用大量资金购买多种股票以分散风险,否则是无法避免这两种风险的。而进行股票指数期货合约的买卖,由于它实际上是一种保证金的买卖活动,每份合约只需交极少的保证金便如同是对指数成份股都投了资,其风险程度大大

减少。

(2)投资于股票指数期货合约比直接投资于股票的成本要低许多。例如在恒生股票指数3800点的情况下,只需交上一二万元港元的保证金,每份合约的实际交易量便可达到19万港元(3800×50元)。

(3)股票指数期货交易的手续也比股票交易相对简单。股票交易的守户和实际交收过程都较为繁琐;而股票指数期货交易只须通过对冲交易或到期以现金结算便可了结整个交易。

股票指数期货的投机交易按其交易方式可以分为买入股票指数期货合约,卖出股票指数期货合约和套期图利。

第二,买入股票指数期货合约

投资者进行买入股票指数期货合约的目的,不是利用期货交易避免价格变动带来的损失,而是利用价格波动获得由此产生的利润。具体来说,投资者在对市场行情看涨的时候,买入股票指数期货合约,再在行情涨至一定高度的时候卖出股票指数期货合约。通过在低价时买入,在高价时卖出,投资者就可获得因价格变动而带来的利润。

例如,美国某一投资者预测美国股票市场行市最近会上扬,于是他立即买入1份标准普尔500种股票指数期货合约,指数点为20,1份合约价格为20×500=10000美元。不久,股票行情果真猛涨,该投资者在30的指数点上卖出合约,售价为30×500=15000美元。因此,通过买入股票指数期货合约,获利5000美元。

第三,卖出股票指数期货合约

和买入股票指数期货合约的目的一样,卖出股票指数期货合约的目的也不是为了避免价格波动带来的损失,而是为了获得因价格变动而带来的利润。也就是说,投资者在股票市场行情看跌的情形下,卖出股票指数期货合约,然后再在行情如所预料的下降之后,买入股票指期货合约,买卖对冲,高卖低买必将使投资者获得可观的利润。

例如,香港某一投资者预测香港股票市场行市看淡,他决定采取卖出股票指数期货合约进行投机。5月1日,他卖出1份恒生股指数期货合约,1份合约价格为3800×50=190000港元;到7月底该指数下降为3100点,他按照3100×50=155000港元的价格买入合约对冲,这样,他一共获利190000－155000=35000港元。

第四,套期图利

所谓套期图利,是指同时卖出和买进两种不同种类的期货合约,以利用期货间的价格差距来获取利润。在进行套利交易时,交易者买进自认为是“便宜的”合约,同时卖出那些自认为“高价的”合约,他们并不注重价格的绝对水平,而是注意合约之间的相互价格关系。假如交易者估计价格将要上升或下降,而实际上价格也确实如所料那样上升或下降了。这样,交易者就可以从两合约价格间的关系变动中获得利润。

套期图利的这一交易原理,同样也适合股票指数期货。一般地,股票指数期货的套期图利也主要有三种形式:跨期套利,跨市套利和跨品种套利。

(1)跨期套利。跨期套利是指利用股票指数期货不同月份的合约之间的价格差价进行相反交易以从中获利。跨期套利根据其采用的方法又可分为二种:多头跨期套利和空头跨期套利。

①多头跨期套利。当交易者对市场抱乐观态度时会采用多头跨期套利的方法。具体地说,当股票市场趋势向上,交割月份较迟的合约,其价格就会比近期月份合约的价格更易迅速上升。进行多头跨期套利的人正是基于这种认识,出售近期月份合约而买进月份远的合约。这种做法就是多头跨期套利。见表5.4.13。

表5.4.13　股指期货多头套期套利

开始	以94.50售出1份6月份指数期货合约	以97.00买入1份12月份指数期货合约	差额 2.50
结束	以95.00买入1份6月份指数期货合约	以97.75售出1份12月份指数期货合约	2.75
差额价值的变动	－0.50	＋0.75	

正如套期图利者所料,市场上扬,较远的12月份合约与较近的6月份合约之间的差额扩大,于是产生了净的差额利润125美元(0.25×500)

②空头套期图利。当交易者预测股票价格将会下跌时,会采用空头套期图利的做法。一般而言,在趋于下降的市场上,月份较远的合约通常价格下降

得比月份近的合约更快。因此,套期图利者采取的办法是买进月份近的合约,售出月份远的合约。这就是空头套期图利。见表 5.4.14。

表 5.4.14　股指期货空头套期图利

开始	以 98.25 买进 1 份 6 月份指数期货	以 96.50 售出 1 份 12 月份指数期货	差额 1.75
结束	以 98.00 售出 1 份 6 月份指数期货	以 95.75 买进 1 份 12 月份指数期货	2.25
价值差额变动	－0.25	＋0.75	

结果正如所料,市场下降了,12 月份合约同 6 月份合约间差额扩大,产生了净的差额利润 250 美元(0.50×500)。

(2)跨市套利。跨市套利是交易者在两个交易所对两种类似的期货同时进行方向相反的交易。交易者在进行股票跨市套利时,是把着眼点放在两种不同股票指数之间的差异是否会扩大或缩小上,而不是针对整体市场运动方向,如果相对于另一种股票指数合约而言,某种股票指数合约在多头市场中上涨幅度较大或在空头市场中下跌幅度较小,则该股票指数合约被视为强势合约。例如,某交易者预测,主要市场指数相对于纽约证券交易所综合股票指数而言将呈强势,他会买进主要市场指数合约,卖出纽约证券交易所综合指数合约。在合约对冲之前,不论总的市场趋势如何,只要主要市场指数在多头市场中的上涨幅度相对较大或者在空头市场中的下跌幅度低于纽约证券交易所综合指数,交易者就可以从跨市套利交易中获利。

假定某交易者预测,不久将出现多头股票市场,而且主要市场指数的上涨势头会大于纽约证券交易所综合股票指数的涨势,于是他在 382.75 点水平上买进 2 张主要市场指数期货合约,并在 102.00 点水平上卖出 1 张纽约证券交易所综合股票指数期货合约,当时的价差为 280.75 点。经过一段时间,价差扩大为 284.25 点。交易者在 388.25 点水平上卖出 2 张主要市场指数期货合约而在 104.00 点水平上买进 1 张纽约证券交易所综合指数期货合约,进行合约对冲。结果是,由于主要指数期货合约在多头市场中上升 35.50 点,大于纽约证券交易所综合指数期货合约上升的 2.00 点,交易者因此获利 1750 美元(3.50×500)。见表 5.4.15。

表 5.4.15　股指期货跨市套利

	主要市场指数期货	纽约证券交易所综合指数	价差
当时	买进 2 张 12 月份主要市场指数期货合约,点数水平:382.75	卖出 1 张 12 月份纽约证券交易所综合指数期货合约,点数水平:102.00	280.75
日后	卖出 2 张 12 月份主要市场指数期货合约,点数水平:388.25	买入 1 张 12 月份纽约证券交易所综合指数期货合约,点数水平:104.00	284.25

	主要市场指数期货	纽约证券交易所综合指数	价差
结果	获利 5.50 点×250 美元×2 张＝2750 美元	亏损 2.0 点×500 美元×1 张＝1000 美元	获利 3.5 点×500＝1750 美元

(3)跨品种套利。跨品种套利是指利用两种不同的具有相互替代性或受到同一供求因素影响的商品之间的价差进行套利交易。由于不同商品对市场变化的敏感程度不同,交易者根据对它们发展趋势的预测,可以选择做多头交易或空头交易。例如当交易者预期主要市场指数期货合约的价格上涨幅度将大于纽约证券交易综合股票指数期货合约的价格上涨幅度时,买进主要市场指数期货,卖出纽约证券交易所综合股票指数期货;而当交易者预期纽约证券交易所综合股票指数期货合约的价格上涨幅度将大于主要市场指数期货合约的价格上涨幅度时,则卖出主要市场指数期货,买进纽约证券交易所综合股票指数期货。这种套利交易方法主要是根据两种商品之间的价差变动趋势而制定的。其具体操作与跨市套利大致相同。

四、金融期货交易案例精选

1.“327”事件

上海股市曾在 1995 年 3 月份兴起一轮反弹上升的行情,这其实得益于“2·23”事件引发的国债期货暂时停牌。其后,中国证监会发出“5·17”通知,最终关闭了国债期货市场试点,更激起深沪两股市一轮暴涨的行情。国债期货由停牌而终至关闭,表明债市问题多多,甚至难以有效遏制。这一切都肇始于“2·23”事件。

2 月 23 日下午 4 时 20 分左右,在上海证券交易所国债期货市场上,正在交易中的国债期货 327 品种突然涌现出几百万的卖盘,在临近尾市 7 分钟内又有上百万空单持续抛出,将 327 品种的价位从 151.30 元打压到 147.50 元,上下落差达 4 元。当日该品种成交量 2000 多万口,按收盘价结算,做多买涨者都难逃灭顶之灾。

多方瞬间被爆仓者打穿保证金,被要求第二天追加补仓者一时间失魂落魄,大有死到临头之感。一些投资者事后回忆起仍感到恐惧。一位大户室的投资者称,他的几百万元资金顿时化为乌有,只觉眼前一黑,几分钟里什么感觉都没有了。当时大户室里“嚯”的一声,几乎是齐声哀鸣,随后便寂然无声了,真是此时无声胜有声。

据了解,至少有 20 多家券商应该倒闭破产,许多家已向法院申请破产。即使保守估计,券商们的损失也有 10 亿元左右。异地券商所受的打击更为严重。

大量个人投资者也损失惨重,上海有近百名拥有千万资金的超级大户,一夜之间沦为赤贫,有的血本无归,却还要补足巨额欠款。

“327”是 1992 年 7 月发行的 3 年期国债期货品种的代号。

1995 年元月初,国债期货 327 品种的持仓量还在 100 万口左右。第二交易周,央行公布 2 月份的保值贴补率,327 合约开始发生较为激烈的多空争斗,随着价升量也增,持仓量也突破第一周的盘局而净 24 万口。多空双方都有建仓,是所有期货品种中唯一上扬的合约,涨幅约 0.38 元。第三周,由于市场气氛对空方有利,327 合约多头的主力筑起了由几十万口买盘组成的防线,多空双方再度激战,以至在一个交易日里使持仓量剧增 47 万口。

春节后的第一周是多空双方争夺最激烈的一周。围绕 3 月份的保值贴补率,多空双方都积极建仓,全周净增 103 万口,价格上扬,涨 0.49 元。多空主力从此进入了肉搏性质的第二回合争斗。但市场已向多方转变。

接下来一周,空方主力开始在 327 合约上采取封盖手法,使该品种上升出路被严严实实封锁住。但由于大多数投资者认为该品种贴息的可能很大,看好后市的人日益增多。这迫使空方也继续增加仓位。空方到周末虽已感到资金压力,但由于持仓额太大已骑虎难下,空方的防线在多方的攻势面前终于失守:327 合约的价格涨上去了。

多方周密布署,先是拉高 337 合约价,接着稳定推高 319 合约价,然后在贴息传言的配合下将周边市场的 327 合约推到涨停板,最后在沪市 327 合约继续发动多头行情——水到渠成,使空方主力对走势失去控制,最后孤注一掷,演出了 2 月 23 日下午 4 时 20 分那一幕巨量抛盘。

2 月 23 日晚上,事件发生后,上交所召集参与 327 品种最后 10 分钟交易且持仓量在 5 万口以上的券商商讨对策。晚上 11 时,上交所做出最后决定,

随即发布公告，宣布该事件为某会员公司为挽回损失蓄意违规所致。因此，2月23日下午16时22分13秒以后327品种的所有成交均为无效，该成交部分不纳入计算当日结算价、成交量和持仓范围内，由此确认当日的收盘价为151.30元。同时宣布对有关违规行为作进一步调查，再会同有关部门作严肃处理。

上交所公告所称的“某会员公司”原来是上海证券市场上最赫赫有名的万国证券公司。

如果按照上交所公告确认的2月23日327品种收盘价151.30元来结算，那么万国证券公司将形成数10亿元人民币的帐面亏损。难怪万国证券会铤而走险，蓄意违规。

2月24日，位于上海广东路的万国证券公司黄埔路营业部发生了群众挤兑现金现象。投资者在营业部一开门便排起了长龙，焦急地等待着提现金。他们之所以来是担心万国证券公司破产，招致损失。一些投资者担心出现去年台湾发生的“洪福风暴”。许多在沪的券商也因是327品种交易中的空方而面临破产。

许多人不禁会问，象万国这家上海的王牌证券公司，在全国内外都享有盛誉，却为何在这样事关大局的问题上缺乏冷静、草率从事？

俗话说“种瓜得瓜”，“种豆得豆”。

这一切从一开始就注定了。在327合约的多空搏杀中，万国证券公司首先在对基本面的分析判断上，就存在严重的失误。对保值贴补的走势，万国证券始终对其预期较低，因而对保值贴率的继续攀高准备不足。当财政部提高1992年3年期国债券面利率的举措推出后，空方主力又寄希望于1995年新债发行对期市的利空影响，但新债发行不但未给空方以帮助，反而形成了利空出尽即是利多的局面。

其次，万国证券公司对自己的资金实力估计过高，希望凭自己的实力压迫多头平仓出局，但其时期货市场已非1994年可比，多头来自四面八方，仅凭少量机构已很难抵抗顺势操作的众多投资者。上述错误判断从根本上否定了空头主力建仓的依据，空头失败本已不可避免。但对万国证券公司更为致命的错误还在于操作手法上：一再建巨仓、建死仓，以致无法改变方向，只得一错再错，陷入致命的绝境。

“2·23”事件对管理者也提出了警示，如何有效地对市场运行进行监督。事实上，327合约多空双方的争杀在年初已露端倪，尤其是在多空双方已进入你死我活的决战阶段，管理者未进行有效的监控。2月23日开盘后327合约的200万口卖盘1分钟即被多头买光，仍未引起管理者的重视，以至未能制止最后7分钟交易中的违规事件。

在沪做证券交易的一位北京人说：“上交所亦有不可推卸责任。这几年，上海证券市场的发展速度很快，但监管却始终没有跟上，市场监管没有引起领导层足够的重视，好大喜功的情绪一直在蔓延，这本身就已为今天的悲剧埋下了隐患……327品种在2月23日有2000多万口成交量，上交所自己就拿去了2000万元利润，从这里就能看出问题。”

1995年4月，万国证券公司召开董事会同意徐庆熊辞去董事长职务，管金生辞去副董事长兼总裁职务。7月，原总裁管金生被上海市检察机关正式逮捕。

曾几何时，万国证券独占上海证券交易所A股总交易量的22%，B股交易量的50%，上交所每天公布的交易量前20名，其中一半是由万国证券公司成交的。

万国证券公司成立于1988年7月18日。短短的6年多时间，就将一个资本金仅3500万元人民币的企业发展为资产规模数10亿元的国际性公司。管金生的功劳尽人皆知，台湾工商时报就曾称他为“大陆的证券教父”，江泽民、朱镕基、吴邦国、黄菊等领导也曾对管金生的工作进行勉励，他在证券理论上的权威性，也一直为同行所折服。

连管金生自己也承认，上海证券市场上有两个人出了名，一个是杨怀定，人称杨百万，再有一个即是他管金生。

1990年7月，万国证券公司打出“万国证券，证券王国”的口号，其后在上海所有当道醒目的地方，都有这样的广告招牌。

“证券教父”管金生从中国证券舞台上消失了，万国证券公司也濒临破产的边缘。

1995年4月20日，监察部、中国证监会等部门公布了对上海证交所“2·23”国债期货事件的调查和处理情况。

调查称，现已查明，上海证券交易所国债期货327品种发生的事件，是一起在国债期货市场发展过快、交易所监管不力和风险控制滞后的情况下，由上海万国证券公司、辽宁国发（集团）股份有限公司等少数交易大户蓄意违规、操纵市场、扭曲价格、严重扰乱市场秩序所引起的国债期货风波。

事件的直接责任者上海万国证券公司，由于违规联手操作，擅自超限额持仓，仅327品种的持仓量就超过交易所为其核定的全部品种最高限额的一倍多。在市场异常波动，价格不断上扬的巨大压力下，

公司主要负责人明知严重违反交易规则,为扭转公司巨额亏损,作出了大量抛空单打压价的错误决策,造成了市场的极大混乱。

事件的另一责任者辽宁国发(集团)公司主要负责人,于2月23日上午把几家关系户空仓集中在海南某公司名下,通过无锡国泰期货经纪公司(已被中国证监会依法取消经营资格)大量违规抛空,企图压低价格,以达到减亏或盈利目的。当打压无效时,又率先空翻多,制造市场假像,扰乱市场秩序。事前辽宁国发(集团)公司及其空方关系户也存在联手操作、超限持仓达120万口的严重违规问题。

上海证券交易所对市场过度投机造成的风险估计不足,交易规则不完善,风险控制滞后,监管不严,致使在短短几个月内屡次发生由严重违规引起的国债期货风波,在国内外造成很坏影响。

1995年5月17日,经国务院同意,中国证监会决定关闭国债期货市场。

2. 百年帝国,毁于一旦

(1)霸菱帝国梦醒"荷"处。

"衍生产品确实需要加强监管,加深理解,不过,我相信我们正在为此而努力。"1993年10月,当霸菱银行与英国Abbey National合作投资衍生产品时,霸菱兄弟有限公司主席彼得·霸菱曾自信地这样说。不幸的是,一年多之后的事实却无情地证明,他的自信是完全错误的。

1995年2月26日22点10分,英格兰银行沉重地宣告,霸菱银行破产清算,由英国高等法院委派著名的安永会计师事务所接管霸菱,以确定善后事宜,保护债权人的利益。

这一消息石破天惊,全球金融界为之瞠目结舌。霸菱,这一英国历史最悠久的商业银行,曾号称欧洲"第六帝国",竟然由于一个28岁的交易员在新加坡国际金融期货交易所(SIMEX)投资日经指数期货时的越权炒作而毁于一旦,这可能吗?

由霸菱兄弟弗朗西斯·霸菱和约翰·霸菱于1762年在当时的世界金融中心阿姆斯特丹创立的霸菱银行,在其233年发展的历史中,虽历经几度沉浮,却更拥有无数的辉煌。

19世纪时,霸菱银行是大不列颠帝国的财务专家,霸菱家族获得过5个贵族称号,多过中世纪以来的任何家族,其财富是英国对抗拿破仑战争的主要经费来源。1803年,英国向法国购买路易斯安那州时,霸菱作为两国的交易中介人起了举足轻重的作用。霸菱还曾发行债券支持在法国、俄国、印度及中国的铁路建筑工程。

1818年,法国军事家及政治家黎塞留(Due De Richelien)就盛赞霸菱的显赫,将其与英国、法国、俄国、奥地利和普鲁士并列,称之为欧洲的第六大帝国。

1890年,霸菱银行曾因在阿根廷的巨额环帐之故,几于倒闭。当时的霸菱集团首脑雷维尔斯托克(Lordv Reveistoke)对他的朋友表示,"将在周一告诉你是经营下去,还是关门大吉"。所幸的是,英格兰银行伸出了援助之手,提出了一整套拯救计划,使濒临破产的霸菱银行有惊无险,度过了难关。

约两年前,霸菱银行还得到了英女皇的"最佳出口奖",因为她主要投资于亚洲市场,为英国国库及英国投资者带回了可观的收益。倒闭前的霸菱银行集团在全球有雇员4300多人,资产逾94亿美元,她所管理的资产高达460亿美元之巨。许多的皇室显贵,包括英女王伊利莎白二世(据估计有数千万英磅的资产交其管理)和查尔斯王子(一百万磅的亲王基金由霸菱投资)都是她的顾客。经历1986年伦敦金融市场解除管制的"大爆炸"(Big Bang)而能屹立不倒的霸菱集团,与英国其它享誉甚隆的公司如Cazenove及罗富齐等不相伯仲,同被视为英国金融市场体系不可或缺的支柱。

然而,1995年2月23日,厄运从新加坡传来。交易员里森突然失踪,其所在的霸菱新加坡分行持有的未平仓合约达270亿美元,预计损失逾10亿美元之巨;24日凌晨,霸菱集团董事长彼得·霸菱接到执行总裁彼得·诺里斯的告急电话,霸菱厄运恐在劫难逃!

经过3天的紧急磋商,审慎斟酌,英格兰银行对于乞救的霸菱银行再也无回春之力,不得不无可奈何地听任其倒闭。

霸菱的覆没引来了一场收购争夺战,一直虎视眈眈,垂涎霸菱庞大的业务及其人才队伍的世界上许多著名金融集团,包括美国美林、美亚,英国国民西敏寺、柏克莱,德国捷能银行,香港汇丰银行都对其产生极大兴趣,真是"几家欢乐几家愁"。

经过激烈的角逐,3月6日,英国高等法院裁决:霸菱集团由荷兰商业银行ING(International Nederlanden Grop NV)收购。这一4年前由荷兰两大一级企业NMB Postbank Corp及保险公司Nationale Nederlanden合并而成的银团,以在新兴市场大胆扩张而闻名,在其向霸菱注入6亿6千万英镑(约10亿美元)巨资后,取得了霸菱产业及其名称属权,霸菱兄弟有限公司易名霸菱银行有限公司,霸菱证券有限公司改名霸菱证券国际有限公司。

尽管彼得·霸菱等高层领导人在事件后一再宣称，对里森的行动一直被蒙在鼓里，一无所知，但等他们觉醒时，大势已去，数百年构筑的基业，眼睁睁地拱手让于他人！

(2)全球市场如惊弓之鸟。

霸菱倒闭的消息一经披露，全球金融市场及金融界掀起了轩然大波。

2月27日，星期一，全球股市，尤其是亚太地区股市全面下跌。首当其冲的日本股市为恐慌情绪所笼罩，日经225种股票指数下泻664.24点，以16808点报收，跌幅达3.8%，创下了该项指数15个月来首次跌破17000点的纪录；亚洲的香港、台湾、新加坡、韩国股市都受到不同程度的冲击。香港股市开市后曾一度下挫200多点，最后以8126.65收市，下跌92.30；台湾加权指数下挫200多点。在欧洲，伦敦的《金融时报》100种股票指数下跌0.91%，法兰克福的DAX30种股票跌幅是0.62%。

恐慌情绪曾一度蔓延至外汇市场，在全球领先开市的澳大利亚市场，英磅对德国马克的比价跌至1英磅兑2.3030马克的历史最低点，马克一时成为资金的避难所。

就在同一日，霸菱集团有业务活动的世界各主要证券市场迅速作出反应，采取措施，抵御风险。

新加坡证券交易所：霸菱证券暂停交易，接收霸菱在新加坡的一切业务；

香港金管局：指示霸菱香港分公司停止业务并保障在香港的资产；

日本股票交易所：暂停交易霸菱股票；

东京证交所主席：呼吁投资者保持冷静；

日本场外交易市场：暂停霸菱股票交易；

韩国政府：冻结霸菱资产，并暂停其业务；

菲律宾证交所：驻菲霸菱公司周一自愿暂停交易；

印尼政府：霸菱证券周一在雅加达证交所暂停买卖；

英国财长：将于明日向下议院宣布“霸菱事件”报告。

可见，全球金融市场乌云密布，一片惨淡景象。这一反应也并非无风起浪，近年来连串的金融风波，德国的MG事件，美国的奥兰治破产，墨西哥的金融危机，使世界金融市场心有余悸，惊魂难定，更不用说许多人还记忆犹新的1929年和1987年的全球股市崩溃及给世界经济带来的巨大损失。

一周过去了，全球金融市场又渐趋平静起来。早先许多观察家悲观地预测，世界金融市场将因为霸菱倒闭而产生多米诺骨牌效应，即倒闭的连锁反应，而引至全球金融危机，被事实证明是错误的。然而，历史悠久、声名显赫的霸菱帝国的覆没，再一次引起全球金融界的深刻反省：金融经营机构应如何控制其交易员？监管者对金融市场的监管能力是否适度？衍生产品的风险到底有多大？

(3)交易员里森一赌倾国。

霸菱风波的主角尼克·里森(Nick Leeson)，事件发生后刚满28岁。他是一个泥瓦匠的儿子，在英国南部沃特福德的一套公房里长大，并在离家不远的国立学校受的教育。三年前，里森由摩根士丹利的衍生工具部转投霸菱，旋即以一名后勤人员的身份被派往新加坡的霸菱分行。由于里森工作勤奋，才智卓群、机敏过人而被重用，升任交易员，负责霸菱新加坡分行的衍生产品交易。他也真的不负众望，在1994年头7个月为霸菱赚取了3千万美元，较里森刚驻新加坡时的160万美元有大幅增加。他对衍生产品的交易非常熟悉，判断预测力惊人。了解他的同行们说，他在新加坡衍生产品市场简直是叱咤风云，呼风唤雨，有点石成金的本领，是一个似乎连大势都可以影响的人，以至于许多市场经纪们每天都要打听他的买卖动向来制订自己的投资策略。

期货交易的成功使里森深受上司的赏识，地位节节上升，以至被允许加入由18人组成的霸菱银行集团的全球衍生交易管理委员会。霸菱传统上是把纯盈利的一半作为员工的花红，28岁的里森收入丰厚，除30万美元年薪外，去年的花红据估计在100万美元以上。金钱易使人贪婪，而地位的提高、权力的增大，使其由自信而自负起来。

里森在霸菱的工作是在大阪及新加坡进行日经指数期货套利(arbitraging)活动，即从一个交易所买进期指合约而同时在另一个交易所卖出，从买卖中赚取差价。应该说，这种套利的风险是很小的。

然而，里森并没有严格地按这一策略去做。当日股在去年12月反弹后，里森深信日经指数在未来数月将维持在19000点水平，或介乎18500—21500点之间。这是相当乐观的估计，其前提是假设日本经济正摆脱衰退并推高股市。这种想法在当时是无可厚非的。于是，里森开始大幅建立期指好仓，然而关西大地震打破了里森的美梦，日经指数不涨反跌，给里森带来相当的损失。若此时他能当机立断斩仓，损失想也不至恶化，但过于自负的里森在1月26日以后又大幅增持未平仓合约，直至23日才彻底绝望。据英伦银行行长乔治说，里森未经授权所持有的未平仓合约，达到270亿美元，其中70亿美元为在日本

市场的期指好仓,另外200亿美元为在新加坡沽空的国债期货合约及3个月期欧洲日元合约。霸菱的主要损失就是来自70亿元的日经指数期货的。

霸菱的损失目前尚难以确定,然而,超过霸菱银行集团的全部净资产约5.41亿英镑却是不争的事实。

霸菱集团这一庞大的金融帝国,在里森的豪赌之下,二百多年的基业毁于一旦。这一惨痛的教训是非常深刻的。尤其值得我们深思的是,除了交易员里森的直接责任外,是否还有更深层次的原因呢?

(4)管理不善,霸菱苦果自食。

当2月27日英国的报章拼命叫嚷要取“毁掉这间皇家银行的那名男子”(一份报纸的文章标题)的命之际,霸菱事件的最大受害者,霸菱董事长彼得·霸菱在接受《金融时报》采访时称,集团管理层是无辜的,而且一直被蒙在鼓里。这位董事长甚至怀疑里森是与另一同谋串通搞垮霸菱而从中获利。

而另一方面,3月2日在法兰克福机场被德国警察拘捕的里森则辩称,自己只是替罪的羔羊,霸菱银行的高级人员甚至政界要人都与此案有关联,并扬言,如他们不分担责任,将会把他们一一抖出来。

里森是否另有图谋,政界要人是否也涉入丑闻,下结论尚为时过早,相信终会水落石出的。然而,将责任全部推给交易员里森,这是不公平的,也是难以令人信服的。

我们觉得,霸菱银行和新加坡国际金融期货交易所都难以推脱其各自的责任,甚至应负主要责任。

一贯以经营作风稳健而著称的霸菱银行,在金融衍生产品交易中,一直表现得颇为审慎,自己做盘的数量并不如里昂、惠嘉、摩根士丹利和所罗门兄弟那样多。可能正是这个原因,霸菱便缺少了危机感,在执行内部管理风险规则方面,没有其他证券公司那么严谨,因而出现了危机。

霸菱银行内部管理不善,主要表现在以下几个方面:

首先是霸菱的内部管理制度不严谨,缺乏基本的风险防范机制。清算员与交易员在其它大多银行都是分开的。而里森先是清算部的负责人,后来又兼交易部的负责人,一身二任,这是相当危险的。因为由交易员去清算自己的交易使其有可能隐匿风险或金钱损失。而且,霸菱也缺乏一个独立的风险控制检查机构对其交易进行审计。正如里森的同事说的:“这里没有控制系统,里森本身就是系统。”

其次,霸菱管理层监管不严,风险意识薄弱。霸菱管理层知道里森在关西大地震后大幅建仓,这是毫无疑问的。

因为各国证券期货交易所都建有保证金制度,从事期货等交易的公司必须先向交易所结算机构存入一笔“初始保证金”才可以进行买卖,而当合约的价值下降时,期交公司将被要求每天补齐保证金的不足。因此,交易数量的巨大变化(如里森的巨额未平仓合约),交易所应该是明了的。而SIMEX一直未加干预,可能的原因是里森总能如数补齐了其保证金的不足。

事实是,在1月的霸菱管理委员会上曾有两位高级经理询问里森的所为,只是由于里森上司作出担保才了事。霸菱总部在1至2月间,把8亿9千7百万美元调到其新加坡分公司;单在2月份,里森便取得了1亿3千万美元的调资。

第三,霸菱的领导层分裂,制度推行不力。早在去年7月份,霸菱总部便派出1个审检小组前往新加坡,其后完成了一份长达30页的改善管理的报告。报告中特别强调,里森集交易与清算权于一身,是极为危险的;建议在去年8月1日起建立一个独立的控制机制以监督里森的活动。然而,这一建议却没有被落实。这即反映了霸菱制度推行上的不力、制度上的不完善;也表明了霸菱管理层中的分裂。从大量资料分析来看,正是由于霸菱内部业务各环节之间的紧张关系,使许多知情的管理人员漠视市场人士多次发出的警告。

可见,所谓的“一无所知”、“蒙在鼓里”,恐非实际,管理层风险意识不强,姑息纵容,致使里森得以通行无阻,一意孤行。

第四,霸菱银行设置新加坡分行时,在组织形式上似乎也欠考虑周详。试想,如果将新加坡霸菱分行注册为一间有限责任公司作为其全资子公司而不是分公司,则即使里森操作不当招致巨损,也不至于连累整个集团而全军覆没。综上所析,霸菱的今天下场,实在是自食其苦果。

(5)好大喜功,SIMEX其咎难辞。

SIMEX一贯自诩为“世界上最完善、最完全的市场之一”。就在上个月,新加坡财政部长胡赐道在接受金融杂志《欧洲货币》的采访时还沾沾自喜地说道:“我们一贯反对市场盲目扩展,而超过我们的监管能力。”

然而,可能会令财长啼笑皆非的是,霸菱这一艘金融巨舰被“击穿”的地点,正是在所谓的“风平浪静”的“SIMEX海湾”。事发之后,这位财长先生似乎显得信心不足,神情沮丧地宣布,将成立一个专门小组以检讨期货交易规则,立即采取措施加强对期货

市场的监管。这些新措施包括:①严格地要求期货交易商将其交易业务与清算业务分离开来,将自营业务与代理客户的业务分离开来;②日经225种股价指数的交易保证金将大幅度地提高。

回想起来,SIMEX正好陷入了胡赐道先生前番所担心的陷阱,即极力鼓励发展速度,而缺乏足够的监管。去年,SIMEX的成交量比上年增长了53%,其中,日经期货合约交投量排在第三,贡献不小。新加坡的官员们津津乐道于SIMEX通过放松监管的手段而从规管严格(因而交易费用也高)的大阪证券交易所抢来了生意,使得日经指数期货合约的总成交量在SIMEX与在大阪交易所相当(尽管SIMEX的每口合约数量只有大阪的一半)。

从理论上说,SIMEX拥有所需的一切风险防范措施,包括可以监控"会员任何巨额持仓量"的市场监管部门。然而,在里森持仓量巨额上升时却没能及时觉察,或者在觉察后未能采取合理的步骤以防患于未然,这不能不使人对SIMEX的"安全"性表示怀疑,不能不对其后的动机加以三思。

实际上,新加坡一直野心勃勃,希望成为世界金融中心。比起近邻香港和泰国来,新加坡尽管在外汇交易和国际银团贷款等业务上略胜一筹,但其证券市场却相差甚远,而外汇及贷款等银行业务是非常容易转移的。因此,新加坡在发展证券市场上不遗余力。不自量力的发展往往是以放松监管作为代价的,例如,SIMEX连基本的持仓限额都没有。而市场是无情的,历史告诉我们,欲速则不达,SIMEX的好大喜功,反使其声誉受到极大的损害,使其市场受到极大的震荡。

(6)衍生产品,一柄"双刃剑"。

霸菱招致灭顶之灾,肇端于投资日经指数期货这一衍生工具。而在此之前不到两个月,美国最富裕的县加州奥兰治县就曾因投资衍生产品失败而不得不请求破产保护。一贯有"金边债券"之美誉的政府债券也不再保险了,衍生产品交易的巨大风险性和破坏力,在投资者之中,在国际金融界引起的震惊是可想而知的。

而据权威人士估计,目前全球衍生产品交易所涉的资本总额已是"天文数字",未偿合约的帐面金额已超过12万亿美元,如果加上场外交易,这一数额还要翻倍。不难推想,哪怕只有1%的衍生金融资本发生危机,国际金融市场遭受的打击将是难以承受的。

金融衍生产品的迅速发展不过是近二十来年的事。它们是在有价证券等基本资产的基础上"派生"出来的一种相当复杂的投资手段。这种衍生产品到底有什么"魔力"能如此迅速地繁衍膨胀,又具有如此之大的威慑力呢?

衍生产品的本质特征是一种对冲作用,设计者的初衷是为了给基本资产的持有交易者提供套期保值以避免损失或转移风险的机会。由于衍生产品交易具所需的资本金(保证金)小,手续简便,流通性大,因此很快地受到投资者的青睐并不奇怪。

不过,衍生产品交易总的来说是一种零和游戏,尽管其有规避风险,价格发现等功效,但这种交易并不创造价值。交易一方转移的风险损失必然要由交易的对手来承担,那些敢于冒风险承担损失的交易对手便是投机者。由于衍生产品交易具有"四两拨千斤"的杠杆功用,所需的保证金小,而所做的生意大,投机者尽管承担一定的风险,但也获得了取得丰厚利润的机会。

据国外有关统计,在衍生产品期货市场中,具有套期保值动机的交易者大多数是卖出套期,而买进者较少。很明显,仅有一方市场的交易是不可能实现的,因此,投机者就显得十分必要。或者说,投机者就有了一个生存的空间。

有人说,投机者是衍生产品交易市场的润滑剂,这是不无道理的,正是千千万万甘冒风险的投机者参与,使衍生产品交易繁荣起来、发达起来。

不过。话又说回来,衍生产品交易是一柄"双刃剑",对于投机者来说,风险与利润是并存的,过度的投机相伴相生的必然是高度的风险。真理再向前跨半步便是谬误,投机过度无异于赌博,投机过度的市场必然是一个危机四伏、动荡不定的市场。许多投资衍生产品招致灭顶大祸的都与过份投机有关。霸菱的覆灭就是又一明证。

我们不赞成"金融衍生商品是全球金融灾难的罪魁祸首"的观点,但是,我们却要清醒的认识到衍生产品交易潜伏的高风险,因此,应加强对市场的管理,对交易者的监督。

(7)金融监管,余波犹未了。

随着里森在德国法兰克福机场被逮捕和荷兰ING集团收购霸菱成功,喧嚣一时的"霸菱风波"虽尚未尘埃落定,但也可谓告一段落。然而,"霸菱风波"及近年来频频发生的因投资金融衍生产品招致惨重损失的恶性事件,给国际金融界,尤其是金融衍生产品领域,投下的沉重的阴影怕是难以一时消逝的。

经过一周(2.27—3.3)疯狂的波动,东京股市已消化了霸菱风波的影响,亚洲及全球股市也渐渐恢

复正常。美国财长鲁宾在2月28日于众议院作证时表示，霸菱危机不会对美国乃至全球经济造成重大的冲击。事实也确是如此，由此说明，全球金融市场抗灾抗震能力的进一步加强。

前面已经说过，衍生产品的初衷是规避风险，然而随著世界经济的愈加繁荣和科技的更为发达，衍生产品交易迅速膨胀，各金融机构毫无节制、数额庞大的投机活动，把国际金融市场压得喘不过气来。因此，问题的关键恐怕不在于衍生产品交易是否有存在的必要，而是如何地加强管理、防范风险。正如美国联邦储备委员会主席格林斯潘指出的，霸菱公司所遭遇的问题是任何金融管理单位所能事先预防的。

霸菱事件在全球掀起了一股加强监管、防范风险的旋风。

国际证券监管组织已决定近日在悉尼召开特别会议，讨论霸菱事件；国际清算银行(BIS)也表示，拟对全球金融衍生市场进行一次有史以来最全面的调查，目的是为了掌握世界衍生市场的规模及衍生产品作为一类金融工具在转移价格风险方面的作用。

在亚洲，正在计划积极发展衍生产品市场的马来西亚、韩国、印度等国政府都相继表示要严格立法，加紧防范。

尽管早在7个月前，美国的六大证券公司(CS第一波士顿、高盛、所罗门兄弟、美林、雷曼兄弟和摩根士丹利)便与美国证券与交易委员会和商品期货交易委员会合作研究，制定自觉监控措施，包括加强风险控制系统的管理，然而，霸菱事件促使这一新措施地迅速出台。新措施的焦点是一家公司到底应该把多少资本投放于衍生市场去冒险，从事衍生产品的公司应该向监管当局提交多少资料，以及公司的管理阶层应该就这类交易制订些什么内部安全守则。

霸菱事件再次给世界金融界敲响了警钟。各国监管机构和各大金融机构的深刻的反省及迅速的行动，应该是一件好事，而国际组织的加入则更有意义。因为在国际金融市场日益一体化和电脑化的今天，任何一家大型金融机构出问题都可能“牵一发而动全身”；而金融衍生产品交易具有透明度低、流动性大、监管困难等特性，仅靠金融机构强化风险意识，加强内部管理怕难以奏效，尤其需要各国及国际组织相互合作，采取协调行动，制定更为严格、科学的监管规例、交易规则、从业人员准则和风险防范系统，以规范全球衍生产品交易。

3. 1800万美元是怎样输光的

1991年2月20日晚，中央电视台在“新闻联播”节目中披露：中国出口商品基地建设总公司所属香港百孚公司，违反规定从事炒黄金和外汇买卖，给国家造成1800多万美元的巨额经济损失，最近被监察部查处，6名责任人分别受到行政处分和移送司法机关追究刑事责任。同日，首都各大报纸也纷纷报道了这一消息。

“1800多万美元，按官价折合人民币近1亿元啦！黑价就更海了去啦！”

“哪一分哪一厘不是人民的血汗钱啦？这帮败家子儿！”

消息传出，街谈巷议，纷纷纭纭。

第一，初尝禁果便失利

1985年3月的一天，繁华的香港湾仔巷湾道26号的一座大厦内，不时传出阵阵掌声、祝贺声和玻璃酒杯的碰撞声。由经贸部批准，中国进出口商品基地建设总公司所属香港百孚公司在这里开业了。基地总公司总经理谭庆丰出任董事长；58岁的雷旭出任总经理。

“各位先生、各位女士、百孚公司开业大吉，感谢各位光临！”谭庆丰端着盛有红葡萄酒的高脚玻璃杯，风度翩翩地对着麦克风讲话：“我公司自今天起开始营业，任务很艰巨。我们开办这个公司的目的，旨在开展对国内的投资，发展出口商品生产，扶持国内生产企业进行技术改造，促进产品的升级换代，生产在国内外具有竞争能力的商品，积极开展进出口业务并开拓海外市场。因此，我公司愿与各界朋友精诚合作，请多多关照。”谭庆丰举起酒杯，同前来参加开业典礼的100多名香港各界名流碰杯。

经贸部不失先见之明，在批准成立百孚公司并明确其任务的同时，就明确地对百孚公司作了三不准规定：“不准做炒黄金、地皮和股票等投机生意。”

这个规定是有针对性的。当今国际金融市场瞬息万变，即便是做惯黄金、外汇投机生意的老手也难免赔本，就更不是仅有“兢兢业业、勤勤恳恳”精神的门外汉所能任意驰骋的疆场了。虽然，中国人正在走向世界，世界也正在向中国敞开，但这个领域对中国人来说，毕竟是太陌生了。

不允许在陌生路上冒险，这是对国家和人民的财产负责，也是对涉足海外的中国官员的一种爱护。但百孚公司的主人却另有一番盘算。公司成立后，除正常的进出口业务外，投资不能马上见效，但又有利润要求，开支又大，怎样使公司在经营中迅速发展起来呢？

“现在搞改革开放，公司也应该搞活经营嘛！”谭

庆丰给百孚制定了这条指导性的经营方针。

于是，1986 年初，按照谭的意图，百孚公司开始通过银行做小额的外汇买卖。这项经营虽有风险，但因初踏险境慎之又慎，当年便盈利 30 多万美元，使百孚扭亏为盈。

大家的精神为之一振。有人看好了这种机运。

刚过“而立”之年的公司副总经理王珠江心高气盛，早在公司分创建初期，他便被委以财务部副经理的重任。他对财务工作懂得很少，却硬着头皮干，着实干出了点成绩，赢得了公司上下的好评。这使他对自己的经营能力颇为自信。他想在外汇买卖上露一手，让同仁看看他这位年轻的副总经理的能量和魄力！

然而，在瞬息万变、错综复杂的海外金融市场，无论以其学识，还是以其经历，他都是难以在竞争中取胜的。1987 年初，他壮着胆子在外汇买卖业务上走了一步棋，不想却抛出个臭子儿，使公司一下子损失 30 万美元。

有人劝他别再搞下去了，继续亏损不好办！

王珠江却暗自思忖：不继续做，岂不是白赔了吗？这样，我的“胆略”、才能，我的威信、前途，我的……不行，我得继续做下去，趁新任总经理到任之前，把这个损失补回来。

他采取更大的“补救”措施，又抛出一笔巨额美元，买进日元和瑞士法郎，希望美元跌价后尽收盈利。

美元却捉弄人般地一再升值。

王珠江傻眼了！现实与他的期望值形成了反比。当新任姚总经理 5 月份到港时，这笔损失不仅没有补回，反而猛增至 80 万美元！虽说这不是一场赌博，但王珠江这时候的心理却与赌徒无异：输了想翻本，赢了还想赚，完全把命运压在了那张连自己也弄不明白的小小纸牌上……

第二，指点迷津的张先生

1986 年 4 月前后，正当百孚公司在金融市场“失意”之时，总公司贵州基地分公司为百孚引见出一位“能人”——美籍华人张先生。张先生自称是美国政府金融顾问，专门经营金银期货，此前曾与贵州基地分公司合作生意，赚了一笔大钱。

张先生的出现，似乎给百孚公司带来了一条新的发财渠道，因此，百孚对他立即表现出极大的兴趣。因为百孚急需高手指点迷津，而张先生则看中了百孚雄厚的经济实力，双方一拍即合。

获益心切，急功近利。外汇买卖虽然亏损不少，但先前盈余的那 30 万美元还刺激着一些人的胃口。当王珠江正在饮啜着“失算”的苦酒时，谭庆丰等人又决定另一种更具风险的尝试——炒黄金。

谭庆丰当然知道，这是经贸部明文规定不准涉足的领域，但他搞了个小小的变通：先搞个“试点”看看。

1987 年 2 月底，百孚公司与张先生夫妇达成了一项口头协议：由百孚公司以 J 公司（百孚的独资公司）的名义，在 D 公司（专门做期货交易的公司）开立从事黄金期货、外汇买卖的帐户；并由百孚公司拿出 200 万美元作为本金，汇入该帐户，委托张夫妇为经济代表，具体办理黄金期货的买卖。

当时，谭庆丰等人也觉得好象还缺了点什么，双方是不是要签署个什么协议？他算计了一下：赚了钱，双方对半分；赔了钱由张负责补偿，这样百孚公司就可以旱涝保收了。

张先生沉吟道：“你们的上一级公司都没敢做黄金买卖，你们做，一旦让人知道了，恐怕影响不好吧。”张先生一脸推心置腹的样子，“依我看，此事不宜外传，既然大家互相信得过，就不需要签什么文字协议了，就算君子协议吧，赔了算我的。”

张先生不软不硬地将这一军，又拍胸脯担保，谭庆丰心里虽有苦衷，也只好默认了。

不过，雷加还是多了一个心眼——公司内部总得有个交待呀。于是，他又布置王珠江按照双方商议的精神，写成了一份《备忘录》，谭、雷二人阅后，签了字。

他们太天真了，稍有点经济常识的人都知道，一份未经双方签名的备忘录是不具有任何法律效力的。在日常生活中，老百姓向公家或私人借款还知道立个借据，以防日后麻烦。而百孚公司做这样大的投机生意，仅订个口头协议就万事大吉，还搞一个自家签字的备忘录糊弄自己，此荒唐之举实在令人不可思议！

谭、雷等百孚要员对炒黄金一窍不通。王珠江不无谦卑地承认：“我这个副总经理只管记帐归档，每笔黄金该不该买，该不该卖，我也不知道”。这样，炒黄金就只能靠张先生，百孚的家底也就成了张先生无本万利地进行冒险投机的赌本，一切听人摆布。

百孚公司炒黄金就是在这样一种滑稽而荒唐的气氛中开始的。

百孚公司象一叶孤舟，从此被推进尔虞我诈的证券投机市场的漩涡之中……

第三，姚学聪上任丢巨款

1987 年 5 月，马锡照就任中国出口商品基地建设总公司总经理。同时，姚学聪到香港百孚司接替雷

旭任总经理兼董事长。5月7日,姚学聪风尘仆仆来到香港。对于将近“知天命”之年的他来说,这个职位,这片土地是他多年来梦寐以求的,不容易呵,熬到这把年纪才……。姚学聪踌躇满志,他要在这里大干一场。

小会议室里,百孚要员一一握手寒暄。一番烟来茶去之后,姚学聪便听在座的诸位介绍百孚这段短暂而又略带点刺激的历史……

翻开王珠江管理的帐单记录,姚学聪眼前是一个个令他欣慰的数字:从3月至5月,炒黄金有赔有赚,盈亏相抵,略有几万美元的盈余。

姚学聪顿时生出一种感觉:看来,干这种买卖并不像有人说的险不可攀,凭自己几十年搞经济工作的经验和一大把年纪的余力,兴许能登上顶峰呢。

干!

姚学聪决心沿着前任的路子干下去,并暗暗发誓:要比前任干得漂亮些,要干出百孚和自己辉煌的前程来!

一股股热浪涌来,海风无力驱散酷热,香港的夏季煞是令人难熬。

姚学聪万万没有想到,头一脚就没有踢好。这座喧闹繁华的岛城不仅没有以善良慈悲的宽宏大度迎接他这位来自大陆的客人,反而以冷酷和无情,让他坠入到极度的悲哀中。

到香港不久,姚学聪便从张先生那里得到一个信息:西方七国在巴黎的罗浮宫开会,内定美元对日元汇价掌握在1美元兑130—140日元,按日前的行市估计,美元迟早要下跌。

在姚学聪眼里,张先生是神通广大的金融界老手。因此,对这条信息,他深信不疑。

1987年6月,姚学聪责成王珠江在Z公司买入1000万美元的日元,又在D公司开个帐户,再买入1000万美元的日元,期望美元下跌时从中获利。事与愿违,这2000万美元的日元抛出后,美元却一再升值。

正逢这时,王珠江又来忙中添乱。原来,就在这同一个月,做外汇买卖的王珠江也买进了3000万美元的日元等外币,没料到美元升值。看来,一笔巨额损失在所难免了。

听罢王珠江的汇报,姚学聪如雷轰顶难以自持。

“推些日子吗”,姚学聪像是在劝慰王珠江,又像在安慰自己,“美元迟早会跌下来的。”

王珠江渐渐从恐慌中恢复了平静,他感激总经理原谅了他,决心与上司一起冲出这黎明前的黑暗。

在此后的十几天中,王又有些沉不住气了,他多次向姚建议,把已买入的日元等货币卖掉,趁现在美元升值赶紧买回美元,等日后再在高位时抛回,补回亏损。

姚犹豫不定,没有采纳王的建议。

“再拖下去,我受不了啦!”一天,王珠江哭着哀求道。

姚抬眼一看王珠江,妈呀,那张脸象死人一样苍白,那双平时炯炯有神的眼睛,此时已失去了光泽,他……他别出事呀,霎那间,姚的心理奇异地发生了转变,他向面前的这位年轻人施予了一个领导和长者的关怀:“行,照你的意见办吧。”

王珠江喜出望外,立即行动,又买回了巨额美元。随后便分秒不离地坐在机屏前,焦急地等待着美元继续升值,茶不思,饭不想。

未料想,当日晚9时,美国政府公布:上月贸易逆差数字超过前月水平——美元应声下跌!

怎么回事?姚、王恨自己判断失误。仓惶中,他们又把刚买入的美元再抛出去,重新买回日元等货币。

他们的估计又错了,美元再次反弹上去!

买入,卖出;卖出,买入……,这几个回合仅在几个钟头里便成了定局:一笔300万美元的巨额外汇做游戏般地丢失了。

姚学聪捶胸顿足,心如刀割。上任才两个月,公司就赔进这么多美元,这是他做梦都没想到的。在后来的交待材料中,他写道:“……我这个人性格的弱点是心软,经不起磨,这次兑换外汇业务发生严重亏损,就是这种性格弱点造成的。”

后悔可能是真诚的,但他把赔本归罪于自己的“性格弱点”,未免过于牵强。试问:如果那钱是他自家的,问题还会这样简单吗?

第四,一浮一沉,又丢一笔

赔进300万美元的高昂代价,并没有换来姚学聪的醒悟。

1987年8月中旬的一个星期天下午,张夫妇和其幼儿应邀来到姚的宿舍,共商百孚起死回生之大计。

啜了几口冷饮,张先生慢吞吞地说道:“我们在美国联络了几个朋友,有的在商业部,有的在财政部,还有在大公司负责做期贷买卖的,可由他们提供信息,我太太负责联络,我本人负责下单。只是……”张先生略作停顿,“只是姚总提供的资金要充足,以便机会好时做大些,这样翻本快。”

姚学聪连连点头表示同意。他不能不同意,因为他此刻正骑虎难下,期待救助。此外,他还有一个比自己的前任更应该相信对方的理由:张先生是自己

的同乡！亲不亲，故乡人嘛。

于是，几经商议之后，双方达成如下协议：第一，在D公司开的A帐户200万美元，原是姚负责做外汇买卖的，此帐户增为500万美元，也由张做黄金买卖。第二，由张负责经营、下单。第三，盈利分配上，A帐户仍按原双方商定的各半分利；A帐户在盈利未超过500万美元之前，百孚得55%，张得45%；盈利超过500万美元之后，各分得50%。第四，因考虑到钱是国家的，故只能赚，不能赔，若赔了，张要负责赚回来。

这最后一点，仍然是个悬而未决的疑问。损失大了赚不回来怎么办？姚学聪当时并没有考虑到这个问题。

协议达成后不久，姚学聪也像他的前任一样，亲笔给张写了一封备忘录式的信，双方各持一份。姚本人倒是工工整整地在上面签上了自己的名字，而张先生还是没有签。碍于朋友加同乡的情面，姚也只好作罢。就这样，姚学聪与他的前任竟如出一辙地犯了同样愚蠢的错误。

这是姚学聪最后的挣扎，他几乎把全部精力都投入到黄金买卖中。这回老天总算有眼，买卖较顺利，到1987年底，赚了300多万美元。按照协议规定，百孚得128万美元，张分得95万美元，还有约100万美元盈利未分。

这半年来的一落一起，使姚学聪似乎也有一定的适应能力，同时更增进了对张先生的信赖。这时帐面上虽然还亏损着，但他没有想到"怕"字。他决心用百孚这几千万元外汇，滚出一个更大的雪球，为了百孚，也为了自己。

1988年初，姚学聪在黄金价位每盎司475～480美元时，花血本买下了11万盎司的黄金期货，指望价格再上浮时抛出。未曾想，黄金价格未再上升，反而跌至465美元。

姚学聪又拿不定主意了。

"要坚持住！"张先生自信地对姚学聪道："目前，美国的通货膨胀和财政贸易赤字难题很大，瞧这趋势，下半年的黄金价格有可能回升，不用担心，到时能赚大的。"

世界局势急聚变化着。中苏关系缓和；两伊战争在高潮中突然停火；美国联邦储备局提高利率，抽紧银根，基本控制住了通货膨胀；苏联基于对东西欧关系的调整及国内的经济形势，不断在欧州市场抛出黄金……，在众多因素的影响下，国际市场的黄金之舟已渺无踪影。

第五，张先生见死不救，姚学聪逞能害己

正当姚学聪度日如年之时，一天夜里，他宿舍里电话铃突然响了……

姚学聪拿起电话："喂！"

"是我，老L。"一个孱弱的老者的声音。

姚学聪听出来了，是他的老朋友，内地所属海外某公司的总经理。

"这么晚了，有什么事吗？"

"我要见你，有件急事……"

"怎么好让您来见我呢，"姚学聪考虑到老L年纪比自己大，级别比自己高，"还是我去找您吧。"

姚来到L家。

一见到姚学聪，L便滔滔不绝地诉起苦来："1987年，我拨了200万美元在D公司开了个帐户，委托张先生做黄金买卖，赚了一笔钱，最近上级来公司检查工作，这项业务本来有规定不让做，所以我不能对上级讲，我要把钱赶紧调回来，但张先生认为这是对他的不信任、弄得关系很僵。咳，为了这事，我吃不下饭，睡不着觉啊……，"L痛苦地捶了捶布满皱纹的前额，绝望地望着姚学聪，"我调不回来，不仅我自身难保，还要连累妻子儿女，全家就完了。你能不能替我向张先生解释一下，救我一命？"

同病相怜。

姚学聪找到了张先生，请求他给L留个面子。想不到，张先生却一口拒绝了："金价下跌，我也面临不利局面，谁来替我解脱呢？"张先生直盯着姚，不做正面回答，却反问道："你也财大气粗嘛，你不能帮他解脱一下吗？"

姚学聪一愣，没想到张先生竟会反过来将他一军。张打的什么主意，他当然不得而知。但一想起L那副可怜的样子，他的心就发软。好吧，我姚学聪就救他一命。

姚学聪狠了狠心，一咬牙，真的按450美元的价位买下了L的3.5万盎司的黄金期货，补上了L的帐面款。

至此，百孚的帐下已经有了14.5万盎司的黄金期货。

姚学聪敢于在自己境况不济时拉别人一把，把风险留给自己，当时何以能有此"义举"，连他自己琢磨不透。

一场灭顶之灾离百孚越来越近了。

第六，孤注一掷，终致牢狱之灾

由于买进的黄金期货远离现价，按照经纪行的规定，如果客户不及时补入资金，以防价差的加大，合同将被平仓。于是，姚学聪不得不频频向帐户调入按金，最多时增加到1.5亿美元。1988年12月底，

期货到期，只好平仓，帐面累计损失达 900 万美元。

此后，由于翻本心切，姚学聪又鬼使神差地买进了 10 万盎司的黄金期货和 5000 万美元的日元。因美元上涨，黄金价格下跌，再调整入 1800 万美元的按金……，后分两次抛出期货，结果又损失了几百万美元。

姚学聪孤注一掷了，他几乎把百孚的所有资金都压在了这场输赢难测，凶吉未卜的赌博中。

张先生不时给姚敲边鼓："这些资金的调入，并不意味着赔，只要金价升上来，就可以赚回来的。"

姚学聪眼睛都红了，他死死地盯着金价的涨跌。那几天里，他像是完全变了个人。人们再也见不到他以前那种从容潇洒的风度和干脆果断的言谈，只是见他愁眉不展，匆匆而来，匆匆而去……

"姚总出什么事了？"人们私下议论着。

姚学聪内心的苦痛与恐慌，除了他自己，只有王珠江略知几分。

一天，王珠江因畏于巨额损失前来劝说他："是否停止这些合同，等看准了再回头做。"

姚却反过来劝慰王："张先生都那么大年纪了，他有经验，不会骗我们的。"

到 1989 年初，金价仍不见回升。这时百孚已无力继续调入资金来避免这场将要到来的灾祸。当全部的黄金期货、外汇买卖的合同平仓后，两个账户的本金仅剩余 180 多万美元。

最后，百孚公司炒黄金损失 1070.7 万美元，外汇买卖亏损 796.7 万美元，两方面共亏损 1866.92 万美元！

由于黄金买卖都是以期货的形式进行，没有买进任何真正的黄金，也没有任何黄金存货在手。乌乎哀哉，苦战煎熬了多少个昼夜，到头来，竟然落得两手空空！

这一回，姚学聪真的绝望了。

"我们去年对行情掌握不准，造成损失，实在对不起你呀。"张夫妇向姚表示了深深的歉意。

"最近我们重新调整了信息网络，吸收了一些能够提供可靠市场信息的成员，迟早会把损失补回来。"张夫妇继续给姚打气。

"我的按金只剩下 200 万美元，很难翻本了。"姚学聪沮丧地摇摇头，长叹一口气。

"星星之火，可以燎原嘛。"

张夫妇举出实例，说明从小做起，只要做顺了，资金可以越滚越多。

姚学聪睁大无神的眼睛，像祈望神灵一样祈望着张先生。

第七，抗命不归，必有大鬼

百孚公司成立时，注册资本不多，为何竟能拿出几千万元外汇作赌本？

原来，早在 1980 年，原外贸部拨给基地总公司 5000 万美元作为发展出口商品基地建设的专项外汇资金。后来，基地总公司将其中的 4000 万美元辗转拨给了百孚公司。

但是，这笔专项外汇资金拨给百孚后却被挪用作投机生意了。

不可思议的是，基地总公司交给百孚这笔外汇之后，就好像万事大吉了。香港那边，百孚公司炒黄金的买卖将这项巨款一笔笔占用、吞食；北京这边，基地总公司却不闻不问，全然不知，心安理得。

基地总公司总经理马锡照曾三次到过香港百孚公司检查工作，竟看不出任何破绽。他得出的印象是：老姚这人，不错。马总深信，他能以一种家长的姿态和威严牢牢地把握住方向，控制住局面。

没想到，有人却朝这平静的湖水里投进了一块石头。

有人说，基地总公司的资金太乱，家底不清，照这样下去，非出大问题。

有人建议，成立一个专门小组，把百孚的外汇清理一下，尽尽总公司的监督责任。

有人责问，百孚那儿占压着那么多资金吃利息，基地总公司这儿却没有资金，这公平吗？到底是谁管理谁？

……

面对这些议论，马总从来都是泰然处之，不作表态。他曾声言："我就不喜欢有人在我面前说别人什么。"

1978 年，基地总公司对海外资产大检查，有人感到百孚公司占压资金太多，而且投资效益太差。于是决定，将 1000 万美元调回总公司。

自此，一个个催款调令以文字或口头的方式下达到百孚公司，但一次又一次都石沉大海，没有回声。

什么原因？姚学聪从来没有汇报过。

面对姚学聪的一再拖延，基地总公司的一些副总经理们忍无可忍了：这极不正常呵，身为二级公司的总经理，公司的各项投资经营状况都应及时向总公司汇报，可姚学聪不仅不及时汇报，反而对总公司的催款命令置之不理，这里面一定有问题！

对此，马总仍然保持沉默。

1989 年 4 月 30 日，基地总公司计财部草拟了一份《关于应按期调回资金的通知》，严肃申明：

“……上述款项是属于总公司的,你公司不执行总公司的调款通知是很不严肃的,希望你公司见文后10日内将应调回的资金全部调回。”原定将这个通知立即发出,谁曾想,马总看了通知草拟件后说道:“这个通知就不要发了吧,前两天,我跟老姚通了电话,已把文件中的意思转达给他了。况且,离调款日期还有10天嘛,先看看他们的行动再说。”

然而,10天过去了,100天过去了……仍然音信全无。

在一次基地总公司经理级别的会议上,有人终于点燃了导火索:“追款的事至今没有下落?!”

“现在总公司的管理太混乱,究竟调走了多少钱,那边上了些什么项目,财务上我都不清楚。”

“你主管总公司的财务,连百孚的资金都弄不清,这难道不是失职?”

“他姚学聪回来从不向我汇报,我当然不知道。再说,有些事,我说了不算。”

这时,大家的注意力自然转移到马总身上。

有人斗胆直言:“马总去过香港多次,总该知道百孚的事情吧?”

“这个……有些事情,老姚也是不跟我说的。”马总无可奈何地说。

有人毫不客气:“作为总公司一把手,百孚那边的事情,你应该知道!”

马总漫不经心地甩出一句:“最多说我是官僚主义吧!”

“你……你这是渎职!”

会议不欢而散。

百孚事发后,马总屡屡承认自己犯了官僚主义错误。官僚主义这顶帽子似乎太容易被当事人接受了。它何以变得这般廉价,以至于戴上这顶帽子时毫不介意?

有人曾为姚、王、谭、雷等人鸣冤叫屈,说他们辛苦工作并非为个人,动机是好的,受处分太冤枉。有人甚至认为:百孚的问题纯属经营业务上的问题,与贪污受贿等腐败行为不同,应区别对待。官僚主义和失职渎职本身就是一种腐败,长期以来,它造成的危害很大,却为人们熟视无睹。

为什么?

1989年7月,例行的财务大检查开始了,基地总公司三令五申要王珠江回京汇报工作。

临行前,王珠江找到姚学聪:“怎么办,回去如何交待?”

“说了这件事,会是什么结果?”姚学聪直盯着王珠江。

“肯定要受组织上的处分……”

“先不要向上级汇报吧,暂时掩盖一段时间,兴许我们还能赚回来呢……,如果实在拖不下去,就等年底我回京时亲自向马总交待。”

“可他们盘问起来,我……”王珠江一脸苦相。

“……”姚学聪语塞了片刻,“就说资金被占压,无法抽回。”

王珠江奉命进京了。

一日,基地总公司财务处的同志看罢王珠江填好的资金报表,不解地问:“你们百孚这么多资金,为什么我们多次催调款,却调不回来呢……?”

王珠江无法再遮掩下去,吞吞吐吐地说:“让……让黄金业务压着呢……”

至于“怎么压着”,基地总公司的同志没有继续问,王珠江侥幸地暂时过了这一关。一些不通此道的人产生了这样一种错觉:没有钱尚有黄金在!

殊不知,这时的百孚公司,早已是金钱两空了。

有人感到此事重大,建议总公司立即命令姚学聪回来亲自汇报工作。于是,一份经各位老总签了字的通知很快就用电传发至香港。

9月7日,姚学聪怀着对命运的担忧,惴惴不安地抵达北京。

第八,结局仍是悲剧

前门招待所一间普通的客房里,姚学聪在来回不安地踱步。对于身为百孚公司董事长兼总经理,见惯了大世面的他来说,眼下这间排不上星级的小屋,这个标志着他地位骤变的环境,这个跟犯人似的被审来审去的现实……,这一切的一切,都使得那个骇人的数字在他脑袋里迅速膨胀……

但此时此刻,他仍不失丰富的想象,仍怀着几分追回损失的侥幸,仍期望于他的老朋友张先生。他多次向组织苦苦地请求:“我工作上的失误,使我深深不安,受处分也好,负刑事责任也好,都由我负责。只是,我请求组织上给我一定的时间,让我去翻本,让张先生继续做。现在黄金又开始抬头了……”

晚了,一切都晚了。

这1800多万美元的一分一厘都是人民劳动的血汗,岂能允许他再去冒险蛮干?

悲剧终于有了结局:姚学聪和王珠江受到行政撤职处分,并被移送到司法机关依法追究刑事责任。谭庆丰受到行政撤职处分,雷旭和马锡照受到行政记大过处分,基地总公司主管财务工作的副经理常学德也受到行政记过处分。

厄运不是个人的。

第五章　期货价格分析与预测

在期货交易中,价格的高低变化直接影响到交易双方的切身利益。投资者能否在期货交易中取得成功,关键在于对期货商品市场价格变化方向、幅度、速度的判断和预测是否正确。因此,每一个期货交易者都应重视期货价格的形成及变化趋势的研究和分析。

一、商品期货价格的构成

商品期货价格构成是指组成商品期货价格的各种要素及其组成状况。

商品期货价格是指期货合约的交易价格。商品期货合约是关于何时、何地、买卖一定数量的何种商品的交易合同。它本质上是一种商品所有权证书,因而和市场上流通的其它有价证券一样,其本身并无价值,但它却有一个交易价格。该价格是商品期货进入流通过程后,在交易过程中形成的。由于到期期货合约可用实物交割,因此,商品价值就是商品期货价格形成的基础。由于期货商品具有和现货商品不同的流通形式,因而,商品期货价格与其所代表的实物商品的价值并不一致,有时甚至发生很大的背离。但这并不能改变商品期货价格以商品价值为基础的现实。因此,一般而言,商品期货价格是由商品生产成本、期货交易成本、期货商品流通费用、预期利润等部分构成。

1. 商品生产成本

商品生产成本是指生产该种进入期货市场交易的商品所耗费的物质资料价值和劳动者为补偿自己的劳动耗费所新创造的价值部分,加上产业资本年获利润,相当于 $C+V+P_1$。其中,C 为生产过程中所耗费的物质资料的价值,V 为补偿自己的劳动耗费所新创造的部分价值,P_1 为产业资本所获利润。因此,这里的商品生产成本并非工厂生产成本,而是工厂生产成本加生产环节应获利润。该利润假设为平均利润。则任何影响商品的工厂生产成本和平均利润的因素变动,都可能影响期货商品的价格。比如,自然灾害使今年的农产品减产,生产成本上升,它必然影响农产品期货价格。而石油输出国组织采取统一减少产量、提高价格的办法来提高其平均利润,也同样地会影响到石油期货商品的价格。

2. 期货交易成本

期货交易成本是指在商品期货交易过程中必须支付的有关交易费用,主要包括佣金和保证金利息。

(1)佣金和交易所管理费。佣金(Commission)是期货交易者支付给期货经纪公司和经纪人的报酬。在欧美国家,佣金一般为期货交易总额的0.25%。我国的经纪公司也有按交易手数计收佣金的。

交易所管理费是商品期货交易者通过其经纪人向商品交易所支付的交易手续费。我国商品交易所收取交易手续费的方式也有两种:一种是按交易总金额的1.7‰—2.0‰。收取;另一种是按成交手数计算,每手缴手续费8—50元不等。不管期货交易是盈是亏,交易者都必须按照交易所和经纪公司的收费标准缴付佣金和手续费。因此,佣金和手续费必然作为期货交易成本成为期货价格的构成部分。

(2)保证金利息。交易者在进行商品期货交易时不必支付期货合约的全部价款,而只须向交易所缴付已成交合约总值5%—10%的保证金,并随时准备足额缴付追加保证金,以确保每日有足够资金来弥补期货交易中可能出现的亏损。如上海金属交易所的初始保证金比率为5%,维持保证金比率为3.5%。大连商品交易所的初始保证金比率为6%,维持保证金比率为4.2%。而郑州商品交易所初始保证金比率为10%,维持保证金比率为7.5%。也有按每手多少元计算的。如上海粮油交易所,粳米每手初始保证金520元,维持保证金400元;大豆油初始保证金1950元,维持保证金1500元。

保证金是交易者进行期货交易所必要的经营性投资。保证金占用期间是要支付利息的。保证金利息是从开仓到平仓或实物交割期间为缴付保证金所占用资金的应付银行利息。不管是自有资金还是借贷资金,这种以银行利率和占用时间、占用金额计算的保证金利息,都是期货交易者进行期货交易的成本,因而,成为期货价格的构成要素。而保证金本身因在平仓或实物交割时是要退还客户的(或补交差额),其性质是交易押金或定金,因而不是期货价格的构

成要素。

3. 期货商品流通费用

期货交易可以进行实物交割。有实物交割就必然有商品流通费用发生。因此,期货商品流通费用就成为期货价格的一个构成要素。期货商品流通费用主要是商品运杂费和保管费。

(1)商品运杂费。商品交易所规定,进行实物交割的卖方必须在到期期货的交货日前将商品运抵交易所指定的交货仓库,以便买主如期接收实货。有商品的实体运动就会产生以运费、杂费和装卸搬运费为主体的商品运杂费。该运杂费的高低将影响期货价格的高低。

(2)商品保管费。从商品期货交易开始到实物交割之间有一相当长的时间区间。在此期间,为保管商品,含发生仓储费、挑选整理费、检验管理费、商品损耗和保险费等一系列商品保管费用支出。这些费用支出也会在期货价格中得到反映和补偿。

从商品生产日到实物交割日之间的时间间隔越久,保管时间越长,其保管费用越多。因而,在其他条件相同的情况下,一般远期期货价格高于近期期货价格,近期期货价格高于现货价格,出现交货期越远,期货价格越高的所谓正向市场。

如图 5.5.1 所示,粮食在秋天收割,从收割季节向后,第二年的收割季节以前,不同交货期的期货价格逐步上升,呈现为一种正向市场。而随着第二个收割季节的到来,期货价格呈现下降趋势,这是所谓的反向市场。不管是正向市场还是反向市场,商品保管费对期货价格的影响都是存在的。正向市场通常出现在上一次收获季节到下一个收获季节之前的市场期间。因此,期货价格随上一收获季节生产商品保管时间的增长、保管费用的增加而上升。反向市场则出现在新的收获季节来临之前到该收获高峰期,期货价格一方面随其交易商品的保管费的减少而降低,另一方面也反映了收获季节前后市场供求状况对期货价格的影响。

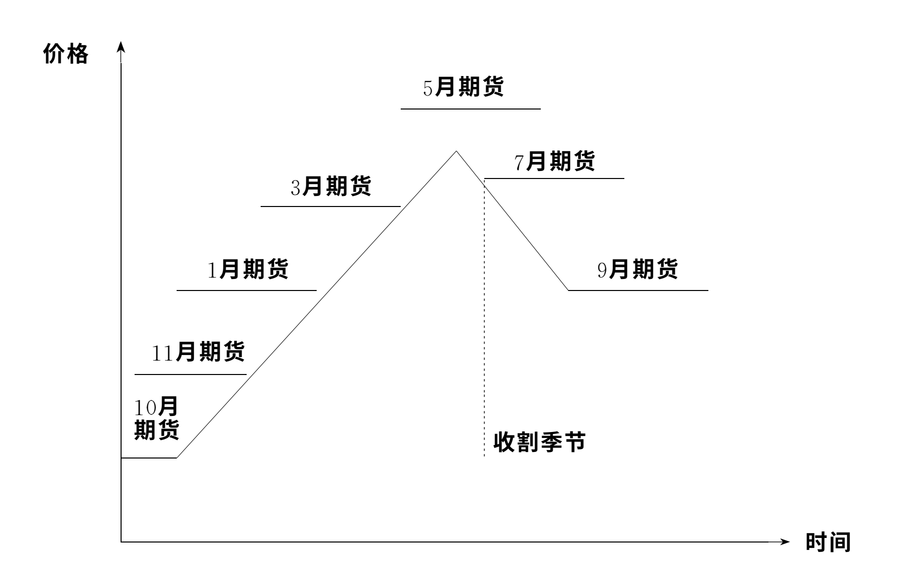


图 5.5.1　正向市场与反向市场

4. 预期利润

预期利润是期货交易者投资期货交易期望获得的平均报酬。由于期货交易是一种高风险的投资,因此,它的预期利润通常高于社会资金平均报酬率,要在后者基础上加上一定的风险报酬。预期利润虽然是期货价格的组成部分,但它并不是均匀地分布于各种商品期货价格或不同日期的商品期货价格之中的。它因为受多种因素的影响而发生随机性转移。对于买空者来说,当期货平仓价格或实物交割时的现货价格高于开仓价格时,预期利润为正值,表明期货交易者从中盈利;当期货平仓价格或实物交割时的现货价格低于开仓价格时,预期利润为负值,表明交易者因此而亏损。对于卖空者来说,情况则正好相反。但从整个连续的交易过程来看,期货交易中的盈亏是可以互相抵补的,最终只能实现其正常合理的预期利润。

二、代表性的期货价格理论

从以上分析可知，期货价格是由众多的构成要素所决定的。但在现实期货市场中，这些要素是怎样决定期货价格的呢？由于人们观察问题的角度不同而形成了不同的期货价格理论。不同的期货价格理论为不同的期货价格分析方法提供了理论指导。因此，在学习各种期货价格分析方法之前，有必要对一些代表性的期货价格理论作一简要介绍。

1. 随机漫步理论

随机漫步理论（Random Walk Theory）是由保罗库纳在1964年MIT出版的《股票市场价格的随机性质》一书中系统地提出的。该理论认为，股票和期货市场相连续的价格之间是独立而不相关的，价格变动是随机的，因而是不可预测的。一般而言，商品期货的长期价格是由价值规律和供求规律决定的。但在短期，商品的供给和需求状况不能提供令人满意的解释。解释商品期货的短期价格行为，多数是从随机性理论出发的。

随机性理论是以"有效性市场学说"（Efficient Market Theory）为前提的。有效性市场是指有许多具有相同市场信息、为获取最大利润而自由竞争的竞争者参与的市场。在此市场里，任何时间的价格变动都充分地反映了已有的市场信息以及那些预期在可见的未来会发生的事件的影响。在一个有效性的市场里，实际价格将接近于预期的或商品固有的实质价值。但在一个充满不确定性的现实社会中，商品的实质价值通常是很难推测的，以致会有各种不同的揣测。而各种不同的揣测所造成实际价格与实质价值之间的差异是随机性的。如果该市场是一个有效市场，商品的实际价格将与其实质价值相差不大，而于其附近波动。

然而，商品的实质价值会随其供求状况的变化而变化。如果一个交易者能在确定的长期供求状况变化反映于实际价格之前采取适当的买卖行为，他将永远是有利的。然而，由于竞争的结果，大多数有关实质价值的新信息的效果会很快反映于商品价格上。但其反映程度和反映效果是不确定的。正是这种新信息的随机效果，而不是商品供求的改变，使期货价格具有不规则变化的行为。这种价格调整所需时间及调整程度，是造成价格过度调整或调整不够，超前调整、同步调整或滞后调整的随机参数。随着信息调整时，各相继价格间是独立的。这种市场就是所谓的随机性市场。股票和期货市场是典型的随机性市场。

在这种随机性市场里，交易者怎样对市场信息作出反应呢？假设在一个完全有效的理想市场里，当没有新的市场信息时，则不会有新的市况发生，价格则不会变动，市场处于均衡状态。在此状态下，交易者是不愿买进或卖出的。一旦新的市场信息发生，所有的交易者都会对它进行分析，并据以调整自己的立场，认为价格将上升，则买进；反之则卖出。最后，新的均衡再次形成。在此情况下，一个交易者只有在他的分析比其他交易者更加完善时才能获得成功，因为过去的均衡局面并未对未来的新信息提供任何指示。

但是，在现实中，这种完全有效的理想市场是不存在的。现实市场中，交易者对新信息的反映是有层次的。一般来说，交易者可分为内行人士与外行人士。内行人士是指那些训练有素或者能够很快获悉内幕消息的交易者；而外行人士则是指哪些在内行人士之后获得消息的一群人。当有新信息产生时，首先是内行人的反应，随后才是外行人的反应。内行人的反映迅速而明显。他们会迅速根据所获得的信息，建立新的交易部位或对原来持有的部位作平仓处理，从而推动市场价格的变化。

由于外行人获取新信息的时间和准确程度与内行人士不一样，其对价格走势分析判断也不一样。所作出的反应也不一样，因而其行为对期货市场价格的影响也不一样。当出现利多消息时，外行人可能对后市普遍看好，因而其对期货合约的需求可能超过内行人在较高价格上所愿提供的合约数量，进而推动期货价格的进一步上涨；如果外行人对后市看好居中，其对合约的需求正好等于内行人在较高价位上愿意出售的合约数量，期货价格将在高价位上趋于稳定；如果外行人对后市看好偏弱，其对合约的需求小于内行人在高价位上愿意卖出的数量，期货价格将会从高价位上回落。其中，只有第二种可能反映出市场最具有效性，因为内行人可能预测到了外行人的反应。但内行人并不一定能够完全预期外行人的反应。内行人可能高估，也可能低估外行人的反应。因此，在每一利多消息出现时，并非每个交易者都会买进；反之，也并非在利空消息时每个交易者都会卖出。这就是随机性市场的特性。

由于期货市场是随机性市场，过去价格变动并不能为未来价格变动提供可靠指示，因此，随机漫步论者认为期货价格变动是随机的，不可预测的，特别是利用历史价格资料进行技术分析是不可靠的。因而，随机漫步论受到技术分析专家的强烈批评。他们认为期货市场是连续的，价格变化是有趋势的，历史

是会重演的，因而利用历史资料预测未来走势是可能的。

毫无疑问，一些随机因素或“噪音”确实存在于所有市场之中，特别是期货和股票市场之中，但据此就认为期货市场价格的所有变动都是随机性的则是不切实际的。因此，以期货市场随机性的存在而否定价格预测的可能性是不正确的。同样，否认期货市场的随机性，过分的夸大和依赖根据历史资料作出的技术分析预测结论也是不明智的。

2. 期货价格决定理论

期货市场价格变动随机性理论的分析前提之一是有效性市场理论。从其定义可知，有效市场就是经济学概念中的完全竞争市场。

所谓完全竞争市场是指不受任何阻碍和干扰的一种市场结构。其特点是：①市场上有许多买者和卖者，每一个交易者的购买量或销售量都只占有很小的市场份额，以致无法通过自己的买卖行为来影响市场价格。单个交易者只是市场价格的接受者而非价格的决定者。②产品是同质无差异的，供给者无法通过其产品特点来影响价格。③买者和卖者可以自由地进出该市场。④没有人为限制，买卖完全公开，买卖双方均可自由选择交易对方。具备以上四项条件的市场称为纯粹竞争的市场。因为它排除了任何的垄断。⑤买卖双方完全了解市场情况，信息渠道是畅通的。⑥商品和各种生产要素能够完全自由地在行业和企业间流动。具备以上六项条件的市场结构称为完全竞争的市场结构。

在一个组织健全而完善的期货市场里，买卖双方的数量均相当多；所买卖的是标准化的期货合约；各个交易者均可自由进出期货市场进行交易；买卖双方不能直接进行交易，而必须通过交易所间接进行，因而可以避免价格歧视；原则上每个交易者对于交易信息均有同样的获取机会；交易者可在各种期货品种之间自由地选择交易。因而，可以说期货市场是完全竞争的市场，其市场价格行为及价格决定可用完全竞争理论来解释。

期货市场中任何时期的价格都是由市场上众多的买者和卖者，根据自己所获信息，通过公开竞价的方式所决定的。交易者均可了解当前价格以及可能影响未来价格走势的一些影响因素。他们在进行买进或卖出决策之前，总要根据自己所获信息，利用一定的分析方法和自己的经验，对未来价格走势进行预测（预期）。预期价格将上涨，则买进作空头；预期价格将下跌，则卖出作多头。这种买进和卖出行为使期货市场供求不断发生变化，从而不断地调节市场价格。供过于求，价格下降；供不应求，价格上涨。价格变化是市场供求状况变化的结果，同时，它的变动又会影响交易者的价格预期，影响供求的变化。期货合约越接近到期日，影响人们价格预期的一切不确定因素越趋于明朗化，期货价格就越能反映现实的供给与需求。等到期货合约到期时，期货与现货的价格就会趋于一致。

由此可知，任何月份的期货和现货价格都在不同程度上体现着人们对未来供给与需求状况的预期。影响价格的任何一种新的因素的出现，都会对未来的价格产生影响。期货和现货价格的这种密切相关关系的存在，使期货价格通常被作为预期未来现货价格时参考。而这种对未来现货价格的预估能力，正是期货市场价格发现功能的重要体现。

3. 持有成本理论

对于那些消费具有连续性，而生产却具有季节性的商品，如农产品，其期货价格与现货价格的关系可用持有成本理论加以说明。所谓持有成本，就是人们为了持有商品实物而支出的相应的保管费用等成本。

持有成本理论基于以下事实：

（1）商品的生产有季节性，可储存一段时间，其需求具有连续性，平均地分布于全年。商品收获后必须加以储存。

（2）为储存商品和保证其质量须支付一定的成本。

（3）持有期货合约所需成本较持有实物的成本小得多。

基于这三个事实，现货价格随储存期的延长而逐步上升，期货价格也同样上升。收获期的现货价格与随后的非收获期的期货价格的差额，大约等于这段时间的商品持有成本。该持有成本就是上一节期货价格构成中的商品保管费。商品保管期间越长，保管费用越高。因此，在新的收获季节到来之前，期货到期日离前一收获期越远，其持有现货成本越高，期货价格相应也越高，呈现为一种正向阶梯形上升。当新的收获季节到来时，期货价格与现货价格均再度下跌，以反映新的供求状况和持有成本。持有成本概念对于理解期货交易的基差概念和基差交易策略具有重要意义。

三、商品期货价格指数和行情解读

1. 价格指数的涵义及其编制方法

价格指数是用来说明不同时期商品价格的相对变化趋势和程度的指标，是研究价格运动状态的重

要工具。单项商品的价格指数为报告期商品价格,除以基期商品价格,乘以100。用公式表示为:

$$I_{tj}=\frac{P_{tj}}{P_{oj}}\times 100$$

式中:I_tj 为第 j 种商品 t 期价格指数;

P_tj 为第 j 种商品 t 期市场价格;

P_oj 为第 j 种商品基期市场价格。

如某种商品基期价格为50元,t期价格为60元,则t期价格指数:

$$I_{ti}=\frac{60}{50}\times 100=120$$

价格指数大于100,表明价格比基期上涨了。上涨幅度为价格指数 I_tj—100。如上例为120—100=20。它表明t期价格比基期上涨了20%。反之,价格指数小于100,则表明价格比基期价格下跌了。下跌幅度也为价格指数与100之差。不同时期价格指数之比较,可以清晰地反映商品价格的变化趋势及变化幅度,因而是分析价格变化动态的重要工具。

目前,期货市场流行的多是综合价格指数,即以若干有代表性的商品期货价格加权计算,用以反映整个期货市场价格的平均水平及变动幅度。其基本计算公式为:

$$I_t=\frac{\sum_{j=1}^{n}K_jP_{tj}}{\sum_{j=1}^{n}K_jP_{oj}}\times 100$$

式中:I_t 为 t 期综合价格指数;

K_j 为 j 种商品期货价格的权重。

2. 几种主要的商品期货价格指数

目前国内尚未编制系统的商品期货价格指数。国际上著名的期货价格指数有道琼斯商品价格指数、路透英国商品指数、金融时报商品价格指数和经济学人商品价格指数等。这里对它们的编制方法、所包括的商品及其权重作一简要介绍。

第一,道琼斯商品指数

这是由美国著名经纪商道琼斯公司(Dow Jones & Co.)编制的商品价格指数。它包括道琼斯商品期货指数和道琼斯商品期货指数。

道琼斯商品现货指数是以1924年到1926年的平均价格为基期价格,从1933年开始编制的每日商品期货价格指数。

道琼斯商品现货指数,是从1950年开始编制的每日商品现货价格指数,其基期与期货价格指数相同。

这两种道琼斯商品指数都是以在美国交易的12种商品的价格数据为基础编制的,以美元价格为标准,各商品采用不同的权重。它们分别为:棉花23%,小麦19%,砂糖8.5%,玉米8%,咖啡7%,天然橡胶6%,羊毛纱5.5%,可可豆5%,棉籽油4.5%,皮革4%,黑麦4%等。权重合计为100%。

道琼斯商品指数只包括农产品和少量畜产品,而忽略了目前对世界商品市场有极其重要影响的金属及石油等商品。因此,它只是美国农畜产品价格指数,而不能代表全美商品价格行情的波动情况。

第二,路透英国商品指数

路透英国商品指数由英国路透新闻社编制及发表的。它以1931年9月18日为基期,包括以下17种商品,其权重分别为:小麦14%,棉花13%,羊毛11%,咖啡11%,铜9%,砂糖7%,天然橡胶7%,玉米5%,大米4%,牛肉4%,大豆3%,可可豆3%,锡2%,花生2%,椰干2%,铝2%,铅1%。

路透英国商品指数采用英国各商品交易所的收市价或英国商品进口的到岸价。由于它所含商品品种较道琼斯商品指数更为广泛,因而也比后者更能代表国际商品市场动向。

第三,金融时报商品价格指数

英国的金融时报也逐日编制商品价格指数。该指数以1952年7月1日为基期,包括小麦、玉米、咖啡、可可豆、棉花、棉籽油、羊毛、琼麻、天然橡胶、铜、锌、锡等12种商品。每种商品具有相同的权重。它所涉及商品数目虽较小,但都具有很高的代表性,因此对商品价格波动的反映比前两个指数更为敏感,具有较大参考价值。

第四,经济学人商品价格指数

这是英国的经济学人学刊编制的每周商品价格指数,包括总指数、食品指数和工业指数。该指数共涉及商品27种,其权重依前一年工业国家平均进口额而逐年调整。为减少汇率波动的影响,该指数分别以美元和英镑计算。

3. 期货市场行情解读

为了贯彻期货交易公开性和公平性原则,期货交易所必须在交易过程中通过期货行情显示系统及时显示每一时刻的交易行情及有关信息;同时,每日还须在报纸、电台、电视台等新闻媒介中公布其交易行情。

第一,交货月份代码和商品代码

在期货行情显示系统中，一般并不使用交货月份和商品的全称，而是使用其特定的代码。因此，阅读期货交易行情，首先必须熟悉这些代码。

(1)交货月份代码。交货月份是指期货合约到期进行实物交割的月份。交货月份代码分为当年交货月份代码和次年交货月份代码，如表5.5.1所示：

表5.5.1 交货月份代码表

交货月份		当年代码	次年代码
一月份	January	F	A
二月份	February	G	B
三月份	March	H	C
四月份	April	J	D
五月份	May	K	E
六月份	June	M	I
七月份	July	N	L
八月份	August	Q	O
九月份	September	U	P
十月份	October	V	R
十一月份	November	X	S
十二月份	December	Z	T

(2)商品代码。主要的商品代码如表5.5.2所示：

表5.5.2 主要商品代码

商品名称	代码	商品名称	代码
小　麦 Wheat	W	主要市场指数 Major MarketsIndex	MX
冻仔鸡 Iced Broilers	IB	原油 CrudeOil	CL
玉米 Corn	C	黄金 Gold	GC
黑麦 Oats	O	白银 Silver	SV
黄豆 Soybeans	S	白金 Platinum	PL
黄豆饼 SoybeanMeal	SM	铜 Copper	CP
黄豆油 Soybean Oil	SO	西部胶合板 Western Ply—wood	PW
活牛 LiveCattle	LC		
仔牛 Feeder Cattle	FC		
猪肚 PorkBellies	PB		
木材 Lumber	LB		

商品名称	代码	商品名称	代码
棉花 Cotton	COT		
糖 11#Sugar#11	SUG		
可可 Coco	COC		
咖啡 Coffee“C”	COF		
橙汁 Orange Juice	OJ		

当期货交易行情显示系统上出现“WN”指当年7月交货的小麦(前面的W表示商品小麦,后面的N表示交货月份当年7月);“SF”指当年1月交货的黄豆;“LBU”为当年9月交货的木材。

第二,期货行情表

期货行情表通常包括:交易商品品种、交货月份、开盘价、收盘价、最高价、最低价、变动幅度、开始交易以来的最高价和最低价、未平仓合约数量及成交量等指标。下面以1994年12月27日文汇报所登载的上海金属交易所期货行情为例进行说明。

表 5.5.3　上海金属交易所 1994 年 12 月 26 日期货合约行情

品种	交割月	开盘价 元/吨	最高价	最低价	收盘价	结算价	涨跌	成交量
高基铝	95.01	18200	18200	18100	18170	18140	80	2850
	95.02	18000	18050	17950	18030	18000	40	1100
铜 1#	95.01	25900	25900	25500	25500	25640	—460	3900
	95.02	26050	26050	25660	25700	25780	—480	5950
镍 1#	95.01	0	0	0	0	63230	0	0
铅 1#	95.01	0	0	0	0	5850	0	0
锡 1#	94.12	0	0	0	0	49920	0	0
锌 1#	94.12	0	0	0	0	9430	0	0

表中第一栏为交易商品品种;第二栏为交割月份;第三栏为当日开盘价,以每吨多少元表示(后面几栏相同);第四栏为当日交易最高价;第五栏为当日交易最低价;第六栏为当日收盘价;第七栏为交易所结算价;第八栏为当日收盘价与前一日收盘价的差额(当日收盘价—前日收盘价),正值表示上升,负值表示下跌;第九栏为当日成交量,单位为合约手数。

表中后面4行中除了结算价栏外,其余各栏均为0,表明当日这几个品种均未成交。

各个期货交易所公布的期货行情指标可能略有差别。如表5.5.4为文汇报1994年12月27日刊登的海南中商期货交易所1994年12月26日行情。其中没有结算价格栏。

表 5.5.4　中商期货交易所 1994 年 12 月 26 日行情

品种	交割期	开盘价（元/吨）	最高/最低	收盘价	涨跌	成交量
棕榈油	95.02	9424	9424/9024	9024	＋35	72330
棕榈油	95.04	9869	9869/9469	9500	＋16	74750
棕榈油	95.06	9900	9900/9692	9692	＋145	41730
棕榈油	95.08	9620	9620/9420	9620	＋133	30
天然胶	95.01	0	0/0	0	0	0
天然胶	95.02	0	0/0	0	0	0
天然胶	95.03	15354	15707/15307	15704	－189	40

四、期货价格变动的基本因素分析

能否正确地分析和预测期货价格的变化趋势，是期货交易成败的关键。因此，每一个期货交易者都必须十分重视期货价格变化趋势的分析和预测。分析和预测期货价格走势的方法很多，但基本上可划分为基本因素分析和技术分析两种。本节介绍基本因素分析法，下一章讨论技术分析法。

基本因素分析法是通过分析期货商品的供求状况及其影响因素，来解释和预测期货价格变化趋势的方法。

期货交易是以现货交易为基础的。期货价格与现货价格之间有着十分紧密的联系。商品供求状况及影响其供求的众多因素对现货市场商品价格产生重要影响，因而也必然会对期货价格产生重要影响。所以，通过分析商品供求状况及其影响因素的变化，可以帮助期货交易者预测和把握商品期货价格变化的基本趋势。在现实市场中，期货价格不仅受商品供求状况的影响，还受到其他许多非供求因素的影响。这些非供求因素包括：金融货币因素、政治因素、政策因素、投机因素、心理预期等。因此，期货价格走势基本因素分析需要综合地考虑这些因素的影响。

1．商品供求状况分析

商品供求状况对商品期货价格具有重要的影响。基本因素分析法主要分析的就是供求关系。商品供求状况的变化与价格的变动是互相影响、互相制约的。商品价格与供给成反比，供给增加，价格下降；供给减少，价格上升。商品价格与需求成正比，需求增加，价格上升；需求减少，价格下降。在其他因素不变的条件下，供给和需求的任何变化，都可能影响商品价格变化。一方面，商品价格的变化受供给和需求变动的影响；另一方面，商品价格的变化又反过来对供给和需求产生影响：价格上升，供给增加，需求减少；价格下降，供给减少，需求增加。这种供求与价格互相影响、互为因果的关系，使商品供求分析更加复杂化，即不仅要考虑供求变动对价格的影响，还要考虑价格变化对供求的反作用。

由于期货交易的成交到实物交割有较长的时间差距，加上期货交易可以采取买空卖空方式进行，因此，商品供求关系的变化对期货市场价格的影响会在很大程度上受交易者心理预期变化的左右，从而导致期货市场价格以反复的频繁波动来表现其上升或下降的总趋势。

第一，期货商品供给分析

期货商品供给分析主要考察本期商品供给量的构成及其变化。本期商品供给量主要由期初存量、本期产量和进口量三部分组成。

（1）期初存量。期初存量是指上年或上季积存下来可供社会继续消费的商品实物量。根据存货所有者身份的不同，可以分为生产供应者存货、经营商存货和政府存货。前两种存货可根据价格变化随时上市供给，可视为市场商品可供量的实际组成部分。而政府存货的目的在于为全社会整体利益而进行保险储备，不会因一般的价格变动而轻易投放市场。但当市场供给出现严重短缺，价格猛涨时，政府可能动用它来平抑物价，则将对市场供给产生重要影响。

（2）本期产量。本期产量是指本年或本季的商品生产量。它是市场商品供给量的主体，其影响因素也甚为复杂。从短期看，它主要受生产能力制约，资源

和自然条件、生产成本及政府政策的影响。不同商品生产量的影响因素可能相差很大,必须对具体商品生产量的影响因素进行具体的分析,以便能较为准确地把握其可能的变动。

(3)本期进口量。本期进口量是对国内生产量的补充,通常会随着国内市场供求平衡状况的变化而变化。同时,进口量还会受到国际国内市场价格差、汇率、国家进出口政策以及国际政治因素的影响而变化。

第二,期货商品需求分析

商品市场的需求量是指在一定时间、地点和价格条件下买方愿意购买并有能力购买的某种商品数量。它通常由国内消费量、出口量期末结存量和三部分组成。

(1)国内消费量。国内消费量主要受消费者的收入水平或购买能力、消费者人数、消费结构变化、商品新用途发现、替代品的价格及获取的方便程度等因素的影响。这些因素变化对期货商品需求及价格的影响往往大于对现货市场的影响。

(2)出口量。出口量是本国生产和加工的商品销往国外市场的数量,它是影响国内需求总量的重要因素之一。分析其变化应综合考虑影响出口的各种因素的变化情况,如国际、国内市场供求状况,内销和外销价格比,本国出口政策和进口国进口政策变化,关税和汇率变化等。

(3)期末结存量。期末结存量具有双重的作用,一方面,它是商品需求的组成部分,是正常的社会再生产的必要条件;另一方面,它又在一定程度上起着平衡短期供求的作用。当本期商品供不应求时,期末结存将会减少;反之则会增加。因此,分析本期期末存量的实际变动情况,即可从商品实物运动的角度看出本期商品的供求状况及其对下期商品供求状况和价格的影响。

基本因素分析法认为,为了更好地把握进行期货交易的有利时机,交易者在利用上述各项影响商品供给和需求因素对商品期货价格走势进行定性分析的同时,还应利用统计技术进行定量分析,提高预测的准确度,甚至还可以通过建立经济模型,系统地描述影响价格变动的各种供求因素之间相互制约、相互作用的关系。计算机的应用,使基本因素分析中的定量分析变得更加全面和精确。利用计量经济模型来分析各经济要素之间的制约关系,已成为基本因素分析法的重要预测手段之一。

2. 经济波动周期

商品市场价格波动通常与经济波动周期紧密相关。期货价格也不例外。由于期货市场是与国际市场紧密相联的开放市场,因此,期货市场价格波动不仅受国内经济波动周期的影响,而且还受世界经济的景气状况影响。

经济周期一般由复苏、繁荣、衰退和萧条四个阶段构成。复苏阶段开始时是前一周期的最低点,产出和价格均处于最低水平。随着经济的复苏,生产的恢复和需求的增长,价格也开始逐步回升。繁荣阶段是经济周期的高峰阶段,由于投资需求和消费需求的不断扩张超过了产出的增长,刺激价格迅速上涨到较高水平。衰退阶段出现在经济周期高峰过去后,经济开始滑坡,由于需求的萎缩,供给大大超过需求,价格迅速下跌。萧条阶段是经济周期的谷底,供给和需求均处于较低水平,价格停止下跌,处于低水平上。在整个经济周期演化过程中,价格波动略滞后于经济波动。这些是经济周期四个阶段的一般特征。不同国家、不同时期的经济周期可能具有自己不同的特点。比如,在本世纪60年代以前西方国家经济周期的特点是产出和价格的同向大幅波动。而70年代初期,西方国家先后进入所谓的"滞胀"时期,经济大幅度衰退,价格却仍然猛烈上涨,经济的停滞与严重的通货膨胀并存。而80—90年代以来的经济波动幅度大大缩小,并且价格总水平只涨不跌,衰退和萧条期下降的只是价格上涨速度而非价格的绝对水平。当然,这种只涨不跌是指价格总水平而非所有的具体商品价格。具体商品价格仍然是有升有降。因此,认真观测和分析经济周期的阶段和特点,对于正确地把握期货市场价格走势具有重要意义。

经济周期阶段可由一些主要经济指标值的高低来判断,如GNP增长率、失业率、价格指数、汇率等。这些都是期货交易者应密切注意的。

3. 金融货币因素

商品期货交易与金融货币市场有着紧密的联系。利率的高低、汇率的变动都直接影响商品期货价格变动。

第一,利率

对于投机性期货交易者来说,保证金利息是其交易的主要成本。因此,利率的高低变动将直接影响期货交易者的交易成本。如果利率提高,交易成本上升,投机者风险增大,就会减少期货投机交易,使交易量减少。如果利率降低,期货投机交易成本降低,交易量就会放大。因而利率调整也是政府紧缩或扩张经济的宏观调控手段。

如1980年初,美国为了抑制通货膨胀,大幅度提高利率水平,1月份美国的优惠利率为15%,美国

商品交易所1月份黄金平均价每盎司为673.4美元,白银每盎司36.3美元,铜每磅119.3美分。4月份,美国优惠利率升至20%的高峰。高额贷款利息极大地增加了期货投机风险,因而投机者纷纷退出期货市场,引起期货价格的普遍暴跌。4月份黄金平均价降至516美元,比1月份下跌23.4%;白银降至14.8美元,跌幅为59.2%;铜价降到89.6美分,下降25%。5月后美国利率从高峰逐步回落,8、9月份优惠利率降至11%左右。利息负担减轻,期货交易成本下降,投机者又涌入期货市场,投机交易活跃,期货价格上升,9月份黄金平均价升至670美元,白银升至20.2美元,铜价升为93.8美分。后因美国通胀又趋严重,中央银行再次提高利率,12月份优惠利率提高到21%的空前高位,投机者纷纷退场,致使期货价格第二次暴跌。12月份黄金价格最低跌至538美元,比9月份下跌20%;白银跌至13.5美元,下跌33.2%;铜价降至77.8美分,下降17.1%。这是利率变化对期货市场价格影响的典型例子。

第二,汇率

期货市场是一种开放性市场,期货价格与国际市场商品价格紧密相联。国际市场商品价格比较必然涉及到各国货币的交换比值——汇率。汇率是本国货币与外国货币交换的比率。当本币贬值时,即使外国商品价格不变,但以本国货币表示的外国商品价格将上升,反之则下降。因此,汇率的高低变化必然影响相应的期货价格变化。据测算,美元对日元贬值10%,日本粮食交易所的进口大豆价格会相应下降10%左右。1967年11月18日英镑被迫贬值14.3%,伦敦商品交易所下午3月期羊毛期货价格由贬值前的97英镑上升到贬值后的103英镑,而纽约商品交易所该期货价格则由原来的114美元下跌到112美元。这充分说明了汇率变动对有关期货价格的影响。因此,期货交易者必须密切注意自己所交易商品相关汇率的变动情况。

4. 政治因素

期货市场价格对国际和国内政治气候的变化十分敏感。政治因素主要指国际国内政治局势、国际性政治事件的爆发及由此引起的国际关系格局的变化、各种国际性商品组织的建立及有关商品协议的达成、政府对经济干预所采取的各种政策和措施等。这些因素将会引起期货市场价格的波动。例如1980年1月4日美国为警告前苏联入侵阿富汗,决定向前苏联禁运粮食1700万吨,引起芝加哥交易所闭市两天,到9日开市后又出现多次跌停板。又如1980年1月下旬,国际局势持续紧张,在智利铜矿工人罢工及秘鲁铜矿发生工潮的刺激下,铜价暴涨,伦敦金属交易所3月期铜由1月9日的每吨1029英镑涨至30日的1316英镑,三周内上涨27.9%。

有些时候,各国政府为了自身利益和政治需要,而制定或采取一些临时性的措施,这也会对商品期货价格产生不同程度的影响。如美国和欧洲经济共同体国家都规定有对农产品生产的保护性措施。

在分析政治因素对期货价格影响时,应注意不同的商品所受影响程度是不同的。如国际局势紧张时,对战略性物资价格的影响就比对其他商品的影响大。

国际、国内政治事件的发生通常是很难预料的,因而其对期货价格的影响也很难确切估计。在分析政治事件对期货市场的影响时,应特别注意分析投机大户的动向,谨防他们肆意夸大事件影响,故意兴风作浪,从中渔利。如散户盲目跟进则易被套牢,最后到期被迫平仓,损失惨重。如1995年5月18日早上,电台广播了中国证监委关于暂停国债期货试点的通知,对沪、深股市立即产生极大的影响。当日,沪股跳空158点开盘,收盘飙升180点,涨幅达31%。次日再升92点,上涨12%。周六、周日停盘后,下周一又继续上冲最高到916点,与5月17日的最低价527.14点相比,三天净升389点,升幅达73.8%。这种巨幅狂升带有极大的投机性,必然难以支撑。第三天下午股指则开始回跌;随后三天连续猛跌,最低至672点,累计下跌达250多点,几乎将前三天飙升的2/3跌尽。随后20多天股指均在700点左右盘整,使大量在高价位上跟风买进的散户、甚至一些大户也被套牢。这是一些炒股大户利用国家政策消息猛烈抬升股价,从中获利的一个典型例证。在期货市场中也不乏同样的例子。

5. 国际经贸组织及其协定

为了协调贸易国之间的经济利益关系,许多贸易国之间建立了国际性的或区域性的经济或贸易组织。这些国际经贸组织经常采取一些共同的政策措施来影响商品供求关系和商品价格。国际大宗商品,如石油、铜、糖、小麦、可可、锡、茶叶、咖啡等商品的价格及供求均受有关国际经贸组织及协定的左右。因此,期货价格分析必须注意有关国际经贸组织的动向。

6. 大户的操纵

期货市场虽是一种“完全竞争”的市场,但仍难免受一些势力雄厚的大户的操纵和控制,造成投机性的价格起伏。美国白银大王纳尔逊·享特在1980

年初炒白银不幸失手就是一个典型的范例。

1979 年初，享特兄弟以每盎司 6—7 美元的价格开始在纽约和芝加哥交易所大量购买白银。年底，已控制纽约商品交易所 53%的存银和芝加哥商品交易所 69%的存银，拥有 1.2 亿盎司的现货和 0.5 亿盎司的期货。在他们的控制下，白银价格不断上升。1980 年 1 月 17 日白银价格涨至每盎司 48.7 美元，半年时间上涨了四倍。在黄金市场的刺激下，白银价格在 1 月 21 日达到 50.35 美元的历史最高峰，比一年前上涨八倍多。这种疯狂性的投机活动，造成白银的市场供求状况与生产和消费实际脱节，市场价格严重地偏离其价值，最终必然会猛跌下来。此时，美国政府为了抑制通货膨胀，紧缩银根，利率大幅上调，期货投机者纷纷退场，致使银价暴跌。到 3 月底，跌至每盎司 10.8 美元，使白银市场几乎陷入崩溃的境地。享特兄弟在这场投机风潮中损失达数亿美元。

7. 价格预期和投机心理

投机者加入期货交易的目的是利用期货价格的上下波动来获利。因此，何时买进卖出，主要取决于他对期货价格走势的判断，即价格预期。他预期价格将上涨时买进，预期价格将下跌时卖出，预期价格将盘整时则观望。投机者的价格预期不仅受期货价格变动的各种信息的影响(基本因素分析)，而且还受他们对当前和历史的价格走势判断的影响(技术分析)。因此，在利好因素的刺激下，人们预期价格将上涨而纷纷购进，从而推动价格上涨；而价格上涨的趋势信息又进一步加强了人们的价格上涨预期，人们进一步购进，从而推动价格进一步的上涨。反之，在价格下跌时，人们预期价格将进一步下跌，纷纷卖出，从而推动价格进一步下跌。可见，期货交易中的价格预期和投机心理对期货价格波动具有极强的推波助澜、加剧波动的作用。

1980 年黄金市场出现的空前大风暴，明显地反映了投机心理和价格预期对期货价格的影响力。1979 年 11 月金价仅每盎司 400 美元左右，1980 年 1 月 21 日已暴涨至 838 美元的历史高峰。其暴涨原因是多方面的：经济方面是石油输出国组织宣布大幅度提高油价。政治因素是前苏联入侵阿富汗；伊朗劫持美国人质；美伊关系恶化，美冻结伊在美资产等。而一些大金商肆意喧染、哄抬金价所造成的投机心理更是金价暴涨的重要原因。当金价涨到最高峰时，又谣传美国政府将在 1 月份拍卖大量存金，使投机者心理突然逆转，竞相抛售黄金期货。1 月 22 日当天金价下跌 103 美元，到 3 月份即跌到 460 美元。这次金价的大起大落，除了经济和政治因素的影响外，投机心理因素也起了巨大的推波助澜作用。而到 5 月份，黄金市场风浪基本平息，人心转趋看淡，金价疲软。尽管出现一些小的刺激金价上涨的因素，但仍未能改变人们的心理预期，而无法促使金价回升。因此，在预测价格走势时，必须结合各种因素分析大多数交易者的心理预期。

以上例举了影响期货价格的一些主要因素，实际中的影响因素要复杂得多。为了更好地预测期货价格走势，把握有利的交易时机，期货交易者必须注意及时而广泛地收集有关因素的准确而详尽的信息资料；综合地分析它们可能带来的影响，并注意与定量分析工具以及技术分析方法结合起来加以综合应用。

五、期货价格技术分析概述

1. 概述

基本因素分析法能够为预测期货价格走势提供一些综合性的经济指标。但是，影响期货价格变化的，不仅有一般供求方面的因素，也有许多期货交易本身的因素，而且，影响期货价格变动的心理预期等因素又是极难正确度量的。因此，仅仅应用基本因素分析法是难以准确预测价格走势的，还需要运用价格、成交量、未平仓量等历史数据进行技术性分析来综合提高其预测精度。

期货价格技术分析法认为，期货价格的波动是期货合约供求双方相互作用的结果。当某一价位的需求大于供给时，价格上升；当供给大于需求时，价格下跌；供求相等时，价格稳定不变。而且某一时点的价格，既是过去成交数量和成交价格综合影响延续的结果，它本身又会对今后的交易及价格产生或多或少的影响。因此，期货价格的上升和下降都有其趋势，且这些趋势具有持续性。不同的价格变动轨迹形成不同的趋势形态。不同的趋势形态又决定了随后的价格走势。价格趋势只能从价格本身的变化轨迹中去寻找和把握。因此，技术分析法认为，必须集中分析期货市场的内在因素，即有关市场变化动态和各种变量：价格、成交量和未平仓量。通过采用图形、图表等方式对这三个指标进行时间序列分析，即可揭示期货价格的变化态势，把握期货交易的有利时机。

由于技术分析法必须借助于图表对历史数据进行加工整理和分析预测，因此，技术分析又称作图表分析或时间序列分析。

运用技术分析法预测期货价格走势，必须收集

精确的交易资料,包括每天甚至每一时刻期货交易的开盘价、收盘价、最高价、最低价、成交量及未平仓量等指标。有幸的是,这些基本交易指标,商品交易所均在其电子行情显示系统中显示和在每日的报纸、电台、电视台节目中公布。特别是现代计算机网络信息系统的建立,为这些数据的收集、储存、查询和分析提供了准确、快速和便利的条件。同时,期货价格技术分析计算机软件系统的开发,更为人们有效地利用技术分析方法和数据进行价格走势预测及交易决策提供了有利条件。在正常情况下,当人们都利用同样的数据资料、同样的分析工具,进行价格分析预测,并遵循同样的交易策略来进行交易时,也就促使价格变化趋势按一定的价格形态来变化,使技术分析更加准确。但是,当意外事件发生时,价格变化轨迹可能超乎既定形态的发展趋势。因而,技术分析还应与基本分析相结合。

2. 主要技术分析基础指标的涵义

期货价格技术分析的主要基础指标有开盘价、收盘价、最高价、最低价、成交量和未平仓合约量。

(1)开盘价(Open),为当日交易开始后的第一笔交易价格。

(2)收盘价(Close),一般为当日交易结束前3分钟内成交合约的算术平均价,如果最后三分钟没有成交,则前推至最后一笔成交价格。

(3)最高价(High),为当日的最高交易价格。

(4)最低价(Low),为当日的最低交易价格。

(5)成交量(Volume),为在一定的交易时间内某种商品期货在交易所成交的合约数量。由于每笔期货交易包括买入和卖出合约,为避免重复计算,仅计算买入或卖出量,而非两者的总和。

(6)未平仓合约量(Open Interest),指买入或卖出后尚未对冲及进行实物交割的某种商品期货合约的数量,也称在市合约量或空盘量。未平仓合约的买方和卖方是相等的,未平仓合约量只是买方或卖方合计,而不是两方的合计。如买卖双方均为新开仓,则未平仓合约量增加1个合约量;如其中一方为新开仓,另一方为平仓,则未平仓合约量不变;如买卖双方均为平仓,未平仓合约量减少1个合约量。当下次开仓数与平仓数相等时,未平仓合约量也不变。

由于未平仓合约量是从该种期货合约开始交易起,到计算该未平仓合约量止这段时间内尚未对冲结算的合约数量,未平仓合约量越大,该合约到期前平仓交易量和实物交割量的总和就越大,成交量也就越大。因此,分析未平仓合约量的变化可推测资金在期货市场的流向。未平仓合约量增加,表明资金流入期货市场;反之,则说明资金正流出期货市场。

3. 成交量、未平仓合约量与价格的关系

成交量和未平仓合约量的变化会对期货价格产生影响,期货价格变化也会引起成交量和未平仓量的变化。因此,分析三者的变化,有利于正确预测期货价格走势。

(1)成交量、未平仓合约量增加,价格上升,表示新买方正大量收购,近期内价格还可能继续上涨。

(2)成交量、未平仓合约量减少,价格上升,表示卖空者大量补货平仓,价格短期内向上,但不久将可能回落。

(3)成交量增加,价格上升,但未平仓合约量减少,说明卖空者和买空者都在大量平仓,价格马上会下跌。

(4)成交量、未平仓量增加,价格下跌,表明卖空者大量出售合约,短期内价格还可能下跌,但如抛售过度,反可能使价格上升。

(5)成交量、未平仓量减少,价格下跌,表明大量买空者急于卖货平仓,短期内价格将继续下降。

(6)成交量增加、未平仓量和价格下跌,表明卖空者利用买空者卖货平仓导致价格下跌之际陆续补货平仓获利,价格可能转为回升。

从上分析可见,在一般情况下,如果成交量、未平仓量与价格同向小幅变化,则其价格趋势可继续维持一段时间;如两者与价格反向变化时,价格走势可能转向。当然,这还需结合不同的价格形态作进一步的具体分析。

4. 图表分析工具

采用一定的方法将期货价格、成交量和未平仓合约量的时间序列数据描绘成图形,即可得到它们的变化轨迹。这些变化轨迹形成各种独具特色的图形形态,综合分析这些形态特点,即可对价格走势进行预测。因而这些图表就成为期货交易者分析与预测价格走势的重要工具。最常用的图表有直线图、点数图、K线图、移动平均线、逆时针量价图等。后面几节将对它们作详细的介绍。

六、直线图分析

直线图(Bar Chart)分析是期货价格走势技术分析的最常用方法之一。

1. 直线图的涵义和绘制方法

直线图如图5.5.2所示,它以横轴表示交易时间,纵轴表示价格和成交量。交易时间可以每天、每周或每月、每小时为单位。图表上半部分的垂线代表每一交易时间单位内的期货价格波动状况,包括开盘

价、收盘价、最低价和最高价。

垂线的顶端表示最高价，底端为最低价。垂线左边的横线代表开盘价，右边的横线代表收盘价。习惯上通常省略左侧的开盘价，而仅以右侧的收盘价和垂线两端的最高价、最低价表示。

在直线图的下部以垂线的长短表示每一交易时间的成交量。

直线图形象地记录了期货价格和成交量在各个交易时间的变化动态。因此，通过对直线图图形分析并结合成交量分析，可预测期货价格的变化趋势，为期货交易决策提供必要信息。

2. 直线图分析的基本概念和图形

直线图分析是借助于一些基本概念和图形来进行的。这些基本概念和图形包括：趋势、轨道、支持点和支持线、阻力点和阻力线等。

第一，趋势

趋势（Trends），是期货市场价格的运动方向。进行期货价格走势分析，首先要判明的就是期货市场价格的运动方向。根据期货价格运动方向的差别，可将趋势分为上升趋势、下降趋势和横行趋势。

（1）上升趋势线。当期货价格出现上升迹象时，如果将直线图中两条或更多的价格线条的下端（即最低价）连接起来划一直线，其他价格线的下端均在此直线的下方，则该直线为上升趋势线。它表示期货价格正处于上升趋势之中。如图 5.5.3，用直线连接两个最低价格点 a 和 b，形成一条上升线，以后虽连续出现小波动，价格有所下跌，但都只接近或触及此上升线，则表示价格仍处于上升趋势中。如有价格低于此线，特别是当收盘价低于此线时，则可认为是出现了上升趋势转移或消失的讯号，期货市场价格将会出现下跌。

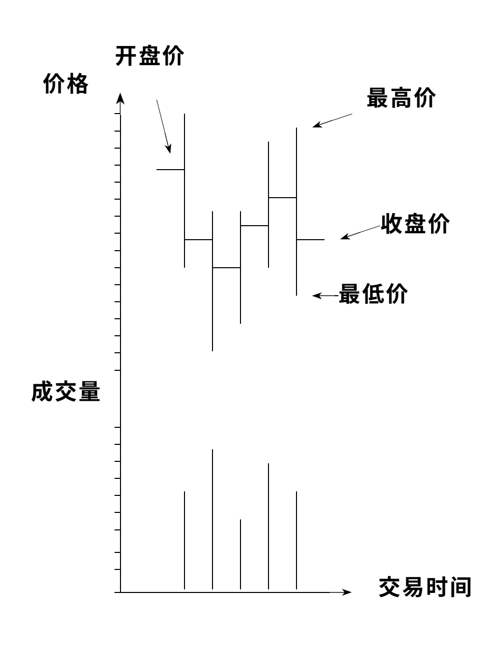


图 5.5.2　直线图

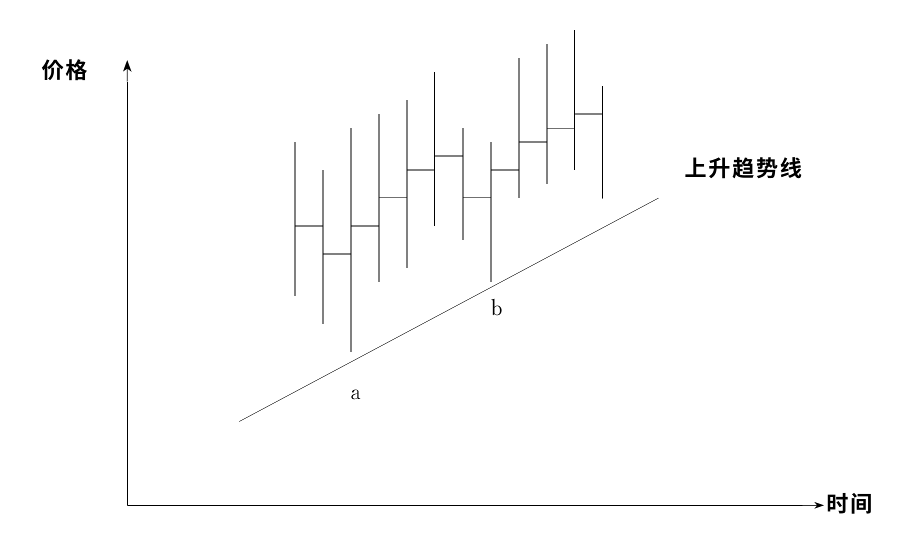


图 5. 5. 3　上升趋势线

(2)下降趋势线。当期货价格出现下降迹象时，如果将直线图中的两条或更多的价格线条上端(即最高价)连接为一条直线，其他价格线条的上端均保持在此直线的上方，则该直线为下降趋势线。它表明期货市场价格正处于下降趋势之中。如图 5. 5. 4，用直线连接两个最高价格点 a 和 b，形成一条下降趋势线。

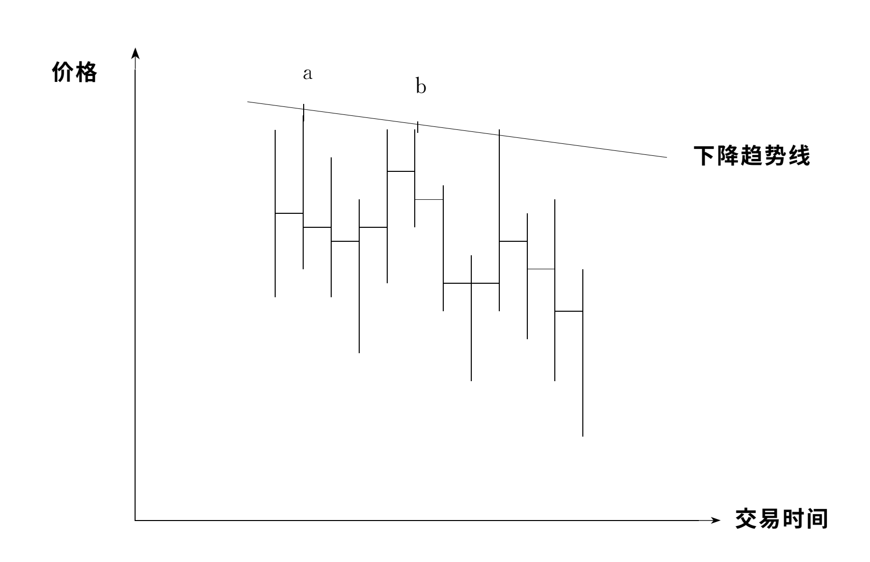


图 5. 5. 4　下降趋势线

(3)横行趋势。横行趋势表明期货市场价格变动趋势基本上为横向移动,价格线的高点和低点差不多平行,如图 5.5.5 所示。

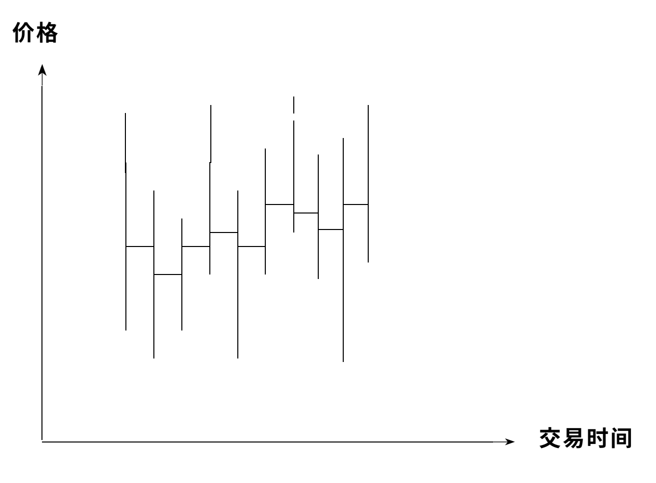


图 5.5.5　横行趋势

一般来说,在上升趋势中应该买入,下降趋势中应该卖出,遇到横行趋势则退场休息,静观其变。

第二,轨道

轨道(Channels)是期货价格波动的趋势区间,分为上升趋势轨道和下降趋势轨道。

(1)上升趋势轨道。在上升趋势线上方的短期价格最高点间划一条与上升趋势线平行的虚线,这两线之间就构成了一条上升趋势轨道,如图 5.5.6 所示,期货市场价格随平行趋势上升。短线操作时,价格涨到上升趋势轨道上界(虚线)附近时就是卖点,如图中 X 点为卖短点。当价格跌到上升趋势轨道下界(上升趋势线)附近时,则为买进时刻,如图中的 C 点就是回头补进处。

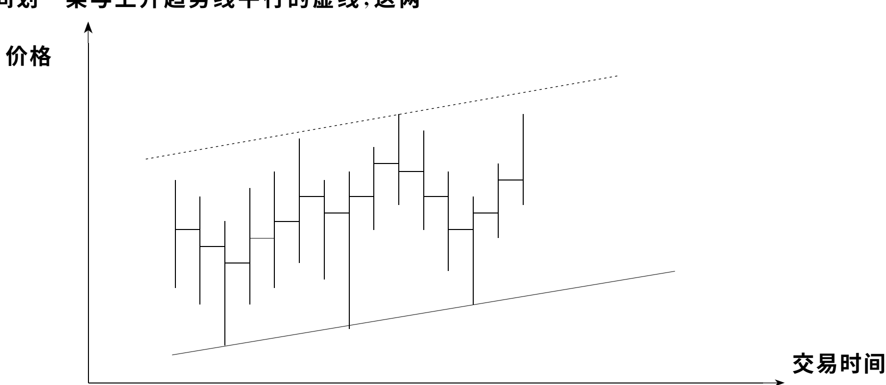


图 5.5.6　上升趋势轨道

(2)下降趋势轨道。在下降趋势线下方的短期价格最低点间划一条与下降趋势线平行的虚线,该两线之间构成一条下降趋势轨道,如图 5.5.7 所示,期货市场价格顺平行趋势下跌。短线操作时,价格涨至下降趋势轨道上界附近时是卖短时机,如图中 C 点;当价格跌至下降趋势轨道下界附近时是空头补回处,如图中 Y 点。

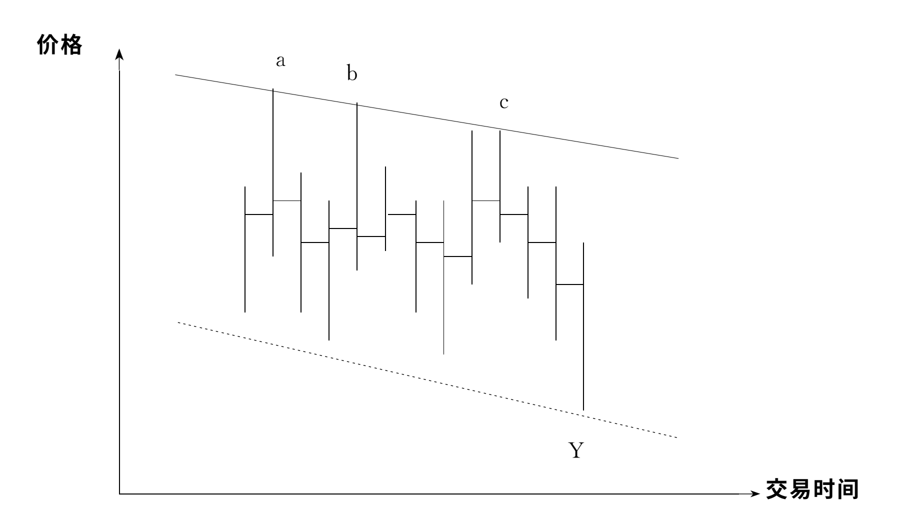


图 5.5.7　下降趋势轨道

第三，支持点与阻力点、支持线与阻力线

期货市场价格运动是在不断地上下波动中推进的。这种上下波动形成一系列的波峰和波谷，也就形成了价格上升的阻力点和下跌的支持点

（1）支持点与支持线。支持点是短期的价格低点，在此价格水平，买气能克服卖压，使价格在此点不再继续下跌，反而转向上升。如图 5.5.8 的 C 点和 D 点。将两个支持点连接成一条直线，即形成一条支持线。

（2）阻力点与阻力线。阻力点是短期的价格高点，在此价格水平，卖压阻止买气，使价格不再上涨并开始回落，如图 5.5.8 中的 A 点和 B 点，将两个阻力点连接成一条直线，即形成一条阻力线。

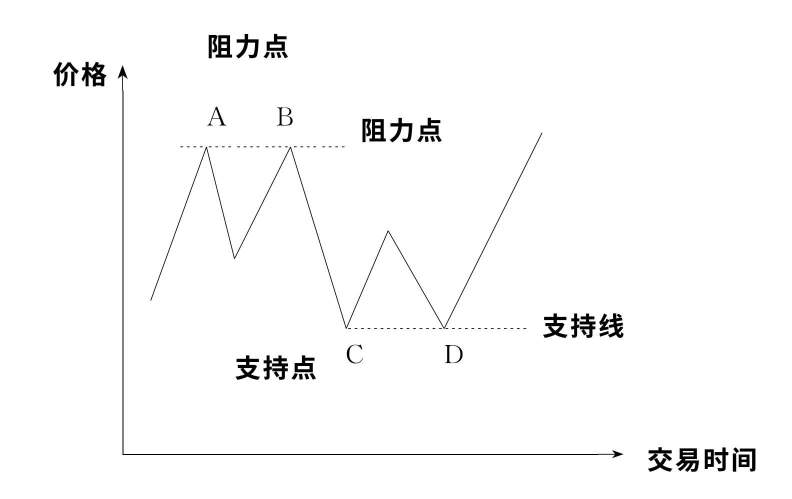


图 5.5.8　支持点与支持线、阻力点与阻力线

在上升趋势中阻力线表示上升趋势暂时停顿，一般会在日后某点突破。在下降趋势中，支持线能使跌势暂停，但无法永久抵挡。对支持和阻力的认识不足，就无法完全了解趋势的概念。要维持上升趋势，必须低档（支持线）一波比一波高，高档（阻力线）一波比一波高。如果上升趋势中的修正低点跌得比市

价波动的前一次低点还要低，这是上升趋势快要中止的警告，有可能成为横行盘整。如果支持线被跌破，趋势可能会由上而下倒转过来。如图 5.5.9 所示，下降趋势中被突破的支持线在后继反弹中变成阻力线，如果阻力线被突破，趋势则可能由下而上倒转过来。如图 5.5.10 所示，上升趋势中，阻力线被突破后成为支持线。

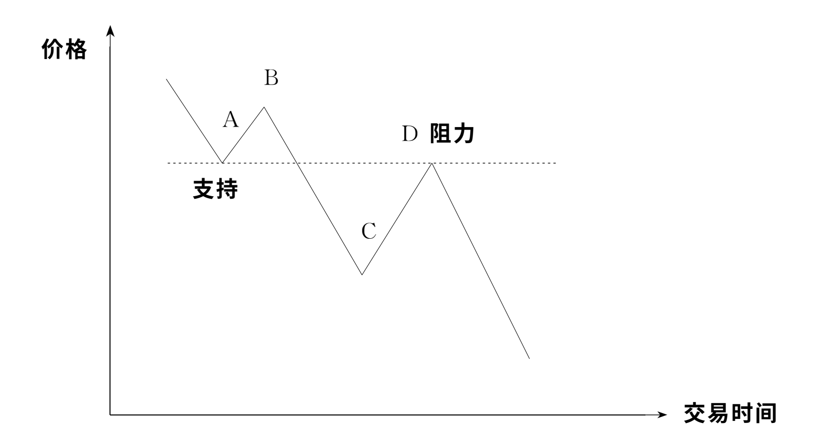


图 5.5.9　下降趋势中被突破的支持线在后继反弹中变成阻力线

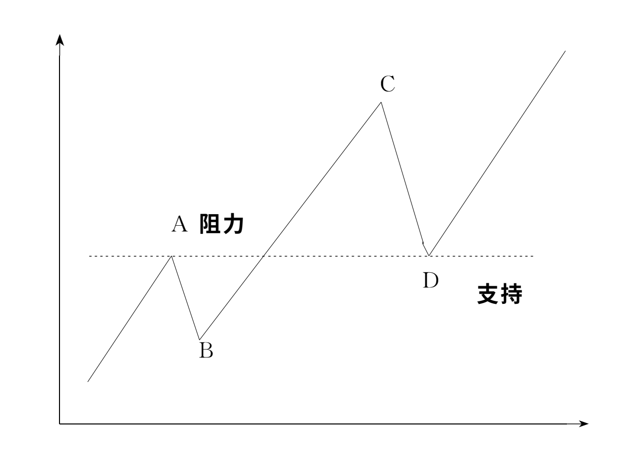


图 5.5.10　上升趋势中，阻力线被突破后成为支持线

在期货市场上，价格跌破上升趋势线或突破下降趋势线，并不表示趋势已经反转，但若连续突破三条趋势线，则大致可以确认趋势已经反转，此时交易者可考虑买进或卖出期货合约。

第四，扇形原则

扇形原则（The Fan Principle）是趋势线的另一种运用。

图 5.5.11 是扇形原则在上升趋势反转中的应用。价格首先在第一条趋势线上方运行。当该上升趋势线被跌破后，市价反弹到该趋势线前将再次下跌，

该趋势线变为阻力线。由于第二次上扬受挫,所以要划第三根趋势线。如果市价跌破这第三根趋势线,它将是价格趋势反转下跌的第一个指标。因而,图中C点是极好的卖空时机。

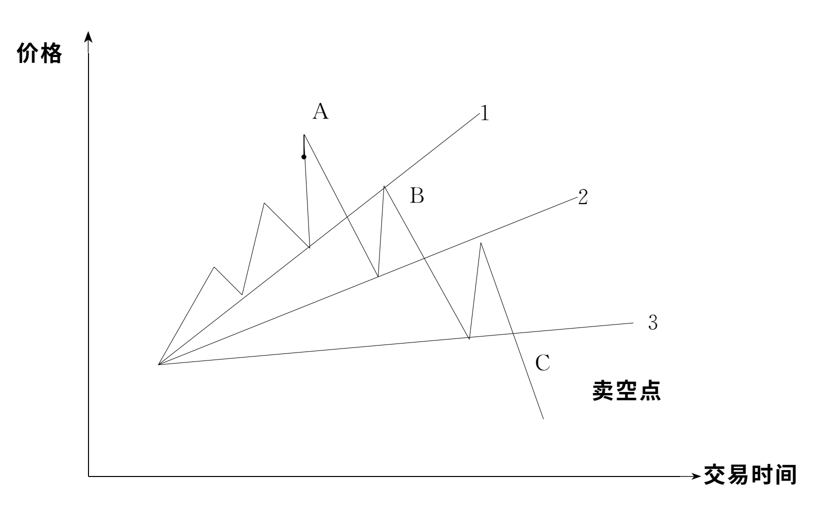


图 5.5.11　扇形原则图例:第 3 条趋势线被突破是上升趋势反转的信号

图 5.5.12 则是扇形原则在下跌趋势反转中的应用。价格首先在第一条下降趋势线下运行。当价格上涨突破该条下降趋势线后,将会有一个回档,并以第一条下降趋势线(原阻力线)为新的支持线,价格继续上升,再回落,再上升,并最终突破第三条下降趋势线。这表明下降趋势已经反转,极好的买空时机得到确认,如图中的 C 点。

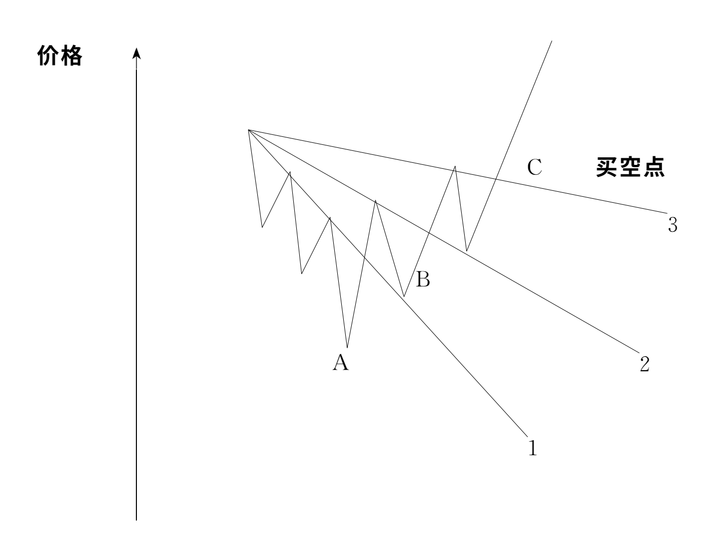


图 5.5.12　扇形原则图例:第 3 条趋势线被突破是下降趋势反转的信号

3. 常见价格形态分析

价格形态是出现在直线图上的期货价格图形或构造,可分成不同类型,具有预测价格走势的功能。因此,价格形态分析在直线图分析中具有重要意义。

价格形态主要可分为反转与整理两种类型：

第一，反转形态

反转形态（Reversal　Patterns）是期货价格变动趋势将背离原有走势，出现重要反转时呈现的价格形态。它是判断价格走势反转信号的重要工具。

著名的期货价格技术分析专家 JohnJ · Murphy 在其所著《期货市场技术分析》一书中将反转形态的特性概括为以下六个方面：

（1）反转形态的形成在于先有一个主要趋势的存在。如无主要趋势在先，即使出现类似于反转形态的图形，也不一定是反转形态。

（2）趋势即将反转的第一个信号通常表示重要趋势线的突破，然而主要趋势线的突破并不一定表示趋势将反转，最多只表示趋势将有所改变。

（3）图形越大，价格移动越大。图形越大，说明价格起伏震荡越大，形成该图形所需要的时间越长，则该图形越重要，价格也越有移动的潜力。

（4）顶部图形形成所需时间通常比底部图形短，且其振荡起伏较大。

（5）底部图形的价格幅度较小，但形成所需时间较长。

（6）成交量应随着趋势的上升而增加。

第二，头肩反转形态

头肩反转形态（The Head and Shoulders Reversal Pattern）是可靠性最高的反转形态，其他反转形态大多是该形态的变化型。头肩反转形态包括头肩顶和头肩底两种基本形态。

（1）头肩顶。头肩顶是期货价格在上升趋势末端出现的类似人的头顶和双肩相并的价格反转形态。典型的头肩顶形态如图 5.5.13 所示。

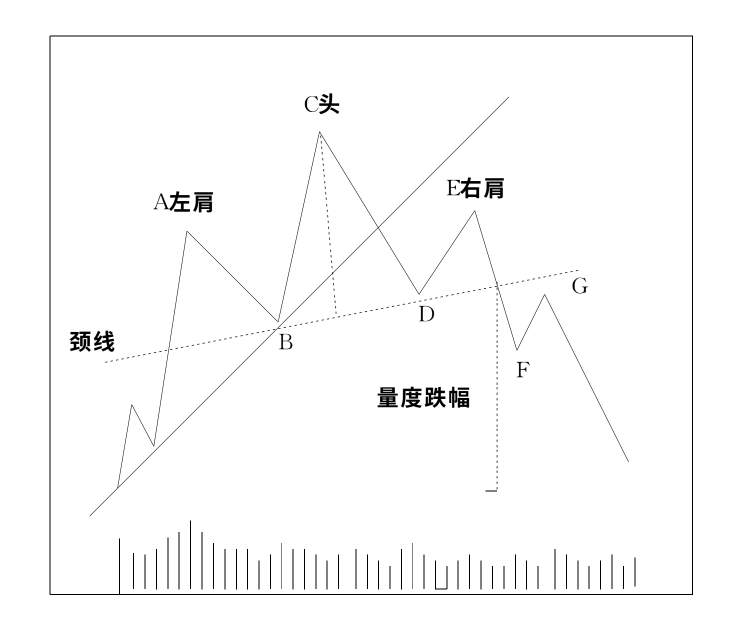


图 5.5.13　头肩顶反转形态

最高价位 C 点为头顶，次高价位 A 点和 E 点为左肩和右肩，两肩与头顶之间的低价位 B 点和 D 点形成颈，连接 B、D 两点的直线为颈线。

头肩顶形态具有以下特性：

①有一个已经存在的主要上升趋势。

②左肩（A 点）处成交量较大，由于获利回吐压力使价位降至 B 点，成交量逐渐减少，左肩形成。

③价格反弹至新高点 C，突破左肩顶点，但成交量未与之配合，反而缩小，这是第一个背驰警号。

④价格再次跌至接近前次低点 D 处，头部形成。

⑤价格第三次反弹至 E 点，成交量进一步萎缩，价位无法达到头顶高度（C 点）而下跌，右肩形成。

⑥市价跌破由 B、D 点连接而成的颈线，头肩顶图形完成。

⑦暂时回升到颈线处（G 点），然后成为下跌趋势。当收盘价突破颈线幅度超过该市价 3％以上时，便可确认这是标准的头肩顶形态。

头肩顶形成后，其价格下跌的目标幅度大致相

当于头顶 C 点到颈线的距离。价格冲高幅度越大，价格下跌幅度也越大。

（2）头肩底。头肩底是头肩顶的倒置形态，它出现在下跌趋势的底部。其特点是头部比两肩略低（如图 5.5.14），颈线的突破亦是完成图形的必要条件。头肩底形态的出现，标志着价格将由下跌趋势转向上升。

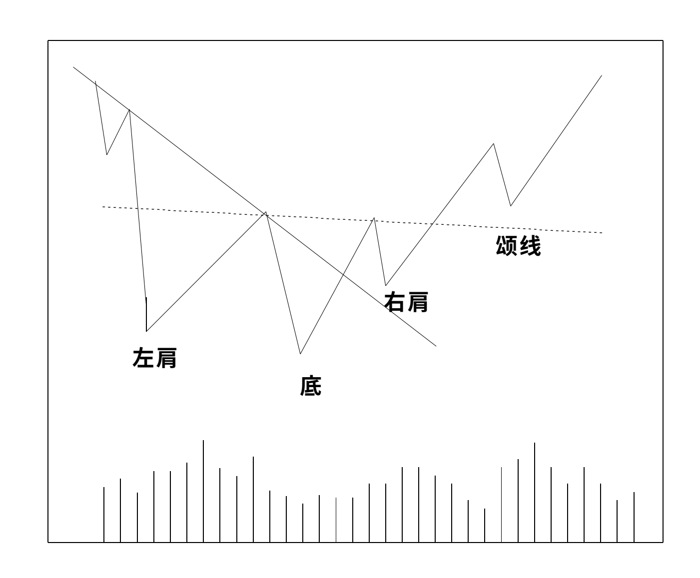


图 5.5.14 头肩底反转形态

头肩底与头肩顶的差别除了图形上的倒置外，最大的差别在于成交量方面。头肩顶形态的确认，通常在跌破颈线时即可确认，而无须研究其成交量的大小。而头肩底的上涨在突破颈线时，必须要有较大的成交量出现，才能支持其持续上涨，否则还会跌回底线。

（3）复合头肩形态。头肩形态有时会出现一些变化，如图 5.5.15 所示，形成多肩、多头或头部不明显等复合头肩形态。这些图形并不常见，但同样具有预测作用。

运用头肩反转形态进行交易的基本决策包括卖空和买空两种情况。头肩顶是在上升趋势末端出现的反转形态，因此，其策略是头部出现后可考虑卖空，并以头顶（C）为止损点。当右肩形成后，应即刻进行卖空交易，并将止损点定于右肩（E 点）。当右肩价格突破颈线，头肩顶反转形态完全形成时，可增加卖空数量，将止损点定于颈线突破处，以策保险。一般来说，当头肩顶出现时不可做多头买进期货合约。反之，当头肩底出现时，则是做多头买进期货合约的时机，而不宜做空头。

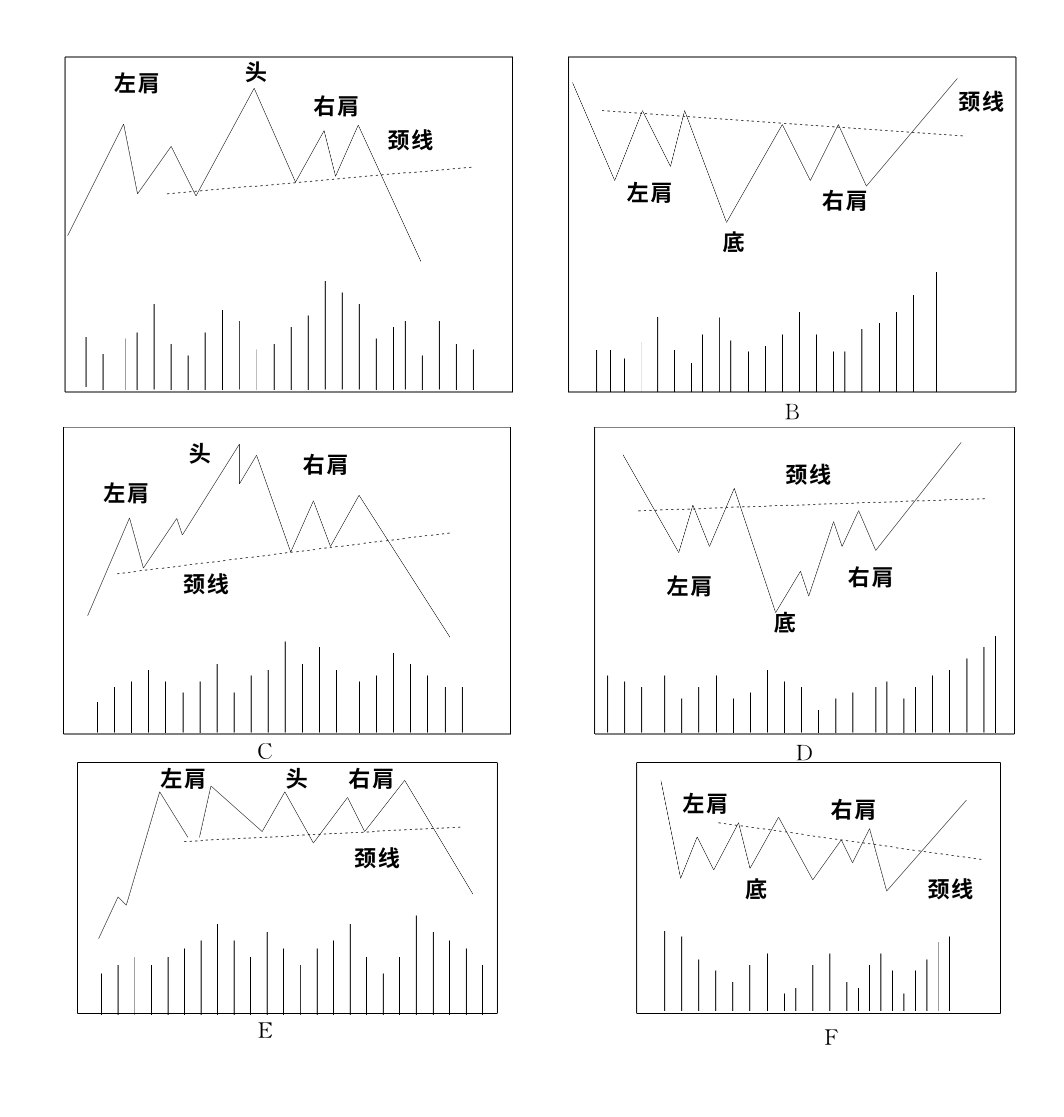


图 5.5.15　复合头肩形

(2)三重顶与三重底。三重顶(Triple Tops)和三重底(Triple Bottoms)是极少见的形态。它们和头肩形仅有很小的差别;其特征是三个峰顶或谷底的高低度几乎相等,如图 5.5.16,图 5.5.17 所示。分析人员经常无法分辨某个形态是头肩形还是三重顶(底)形。幸好两者所代表的意义是相同的,在此也就不多加讲述。

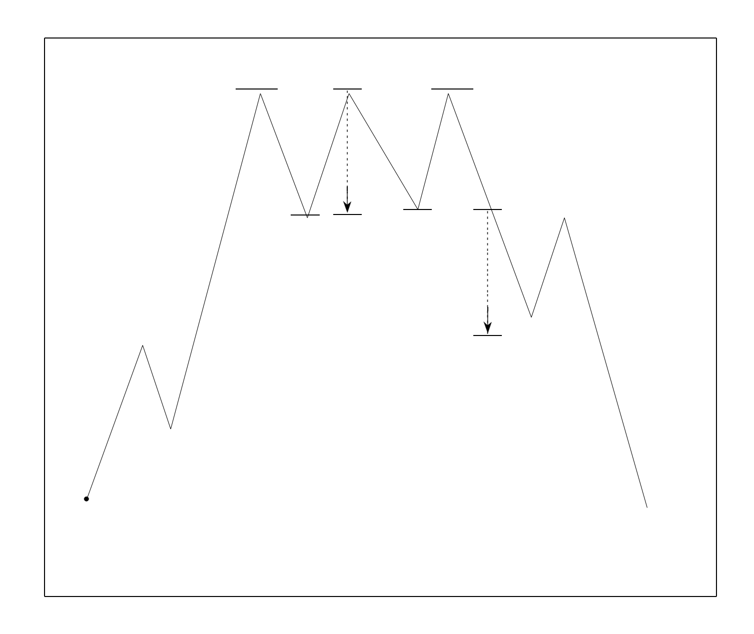


图 5.5.16 三重顶形

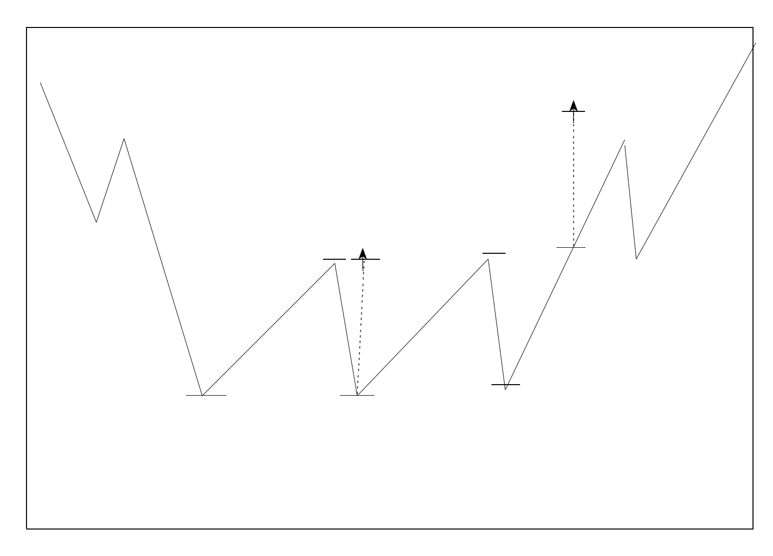


图 5.5.17 三重底形

(3)双重顶与双重底。双重顶(Double Tops)和双重底(Double Bottoms)是仅次于头肩形的较为常见且易于辨认的反转形态。如图 5.5.18 所示,双重顶呈“M”形,而双重底是“W”形。它们的一般特征同头肩形和三重顶,唯一的区别是它们只有两个顶点而非三个。它们的测量方法和应用意义与头肩形相同。

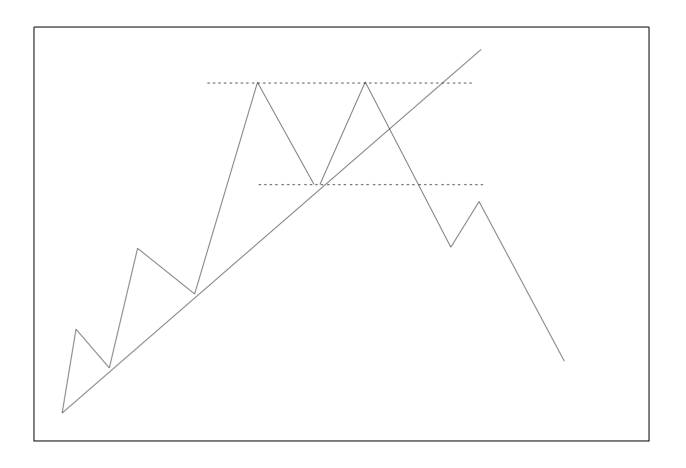


图 5. 5. 18　双重顶

第三，V 形

V 形(V Formations)又称钉形(Spikes)是反转形态中最难辨认的形态。

V 形之所以难于辨认，是因为它不像其它的反转形态是趋势的逐渐改变而形成的，而是毫无预警的突然反转，迅速朝相反方向运动。由于事先无迹可循，所以又称它为非形态(Nonpattern)。

V 形分为 V 形顶和 V 形底。如图 5. 5. 19 和图 5. 5. 20 所示，V 形顶是在上升趋势的市场扩张太厉害时出现的突然反转趋势，通常伴随主要反转日或岛状反转。其先决条件是一个陡峭的上升趋势。有时配合反转的唯一有效趋势信号是陡直向上趋势线的突破。反转下跌的幅度通常在极短的时间内便达到先前趋势的 1/3 或 1/2。其突然大幅反转的原因之一是先前趋势缺乏支撑及阻力线，且存在大量的缺口空隙。未平仓合约量不寻常的增加是 V 型反转的另一危险信号，尤其这种大量增加是发生在前次上涨的末期时。

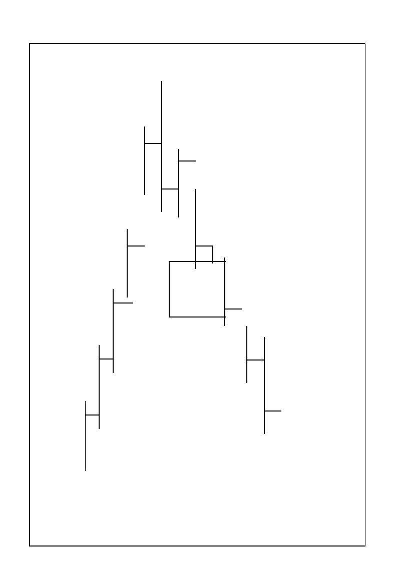


图 5. 5. 19　V 形顶

图 5. 5. 20　V 形底

第四，整理形态

整理形态(Continuation Pattern)通常表示价格的盘整动作，是当前趋势的暂时停止，接下来价格还会循原有趋势行进。整理形态形成所需时间较短，是

短期或中期形态。整理形态主要有三角形、旗形、楔形和矩形等。

(1)三角形。三角形分对称、上升和下降三种。每一种的形态略有不同,其预测作用也不一样。这里只讲下降三角形以及反转形态的扩张三角形。

①下降三角形。下降三角形(Descending Triangles)和上升三角形相反,它是下方趋势线平坦,上方趋势线下降(如图5.5.21)。它表明卖压大于买气,因此呈现下降趋势。其度量方式同上升三角形。

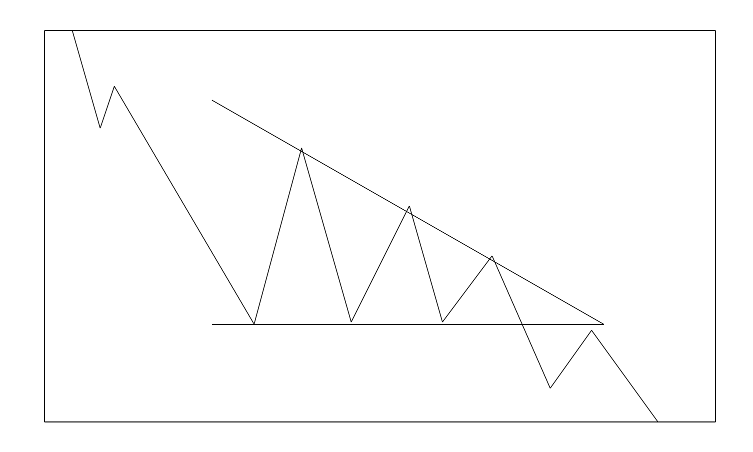


图5.5.21 下降三角形

②扩张三角形。扩张三角形(Broadening Triangles)是一个倒转的三角形,与对称三角形刚好相反,其趋势线是向右方上下两边扩散的,说明价格波动有扩张趋势。标准的扩张三角形有3个顶点(如图5.5.22中1、3、5顶点)。一个比一个高;2个底点,一个比一个低。当第三次下降突破下方趋势线时,可确定其为重要的反转信号。因此,扩张三角形不是整理形态,而是一种反转形态。

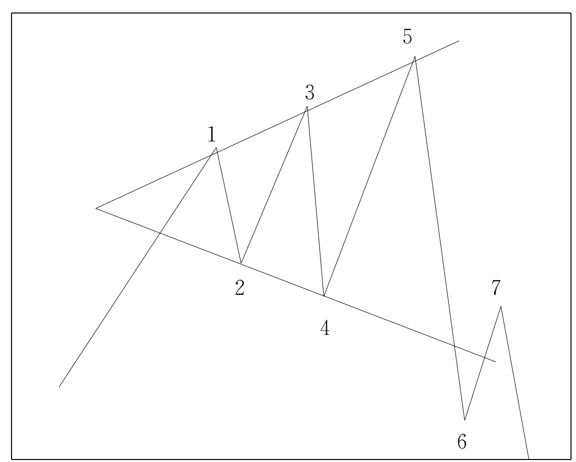


图5.5.22 扩张三角形

(2)旗形与尖旗形。旗形(Flags)和尖旗形(Pennants)是期货市场相当常见的整理形态。

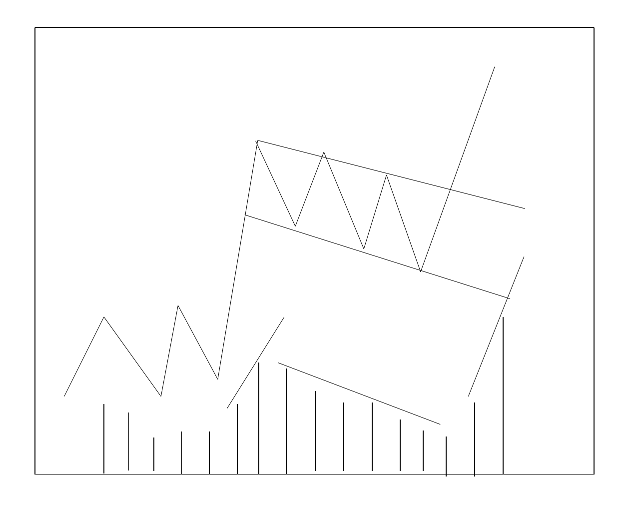


图 5.5.23　涨市旗形

如图 5.5.23 和图 5.5.24 所示，旗形和尖旗形都有一个长长的旗杆，旗杆顶部分别为矩形的旗帜和三角形的旗帜。它们表示价格急剧变化中的短暂盘整休息，随后将继续原有方向前进。

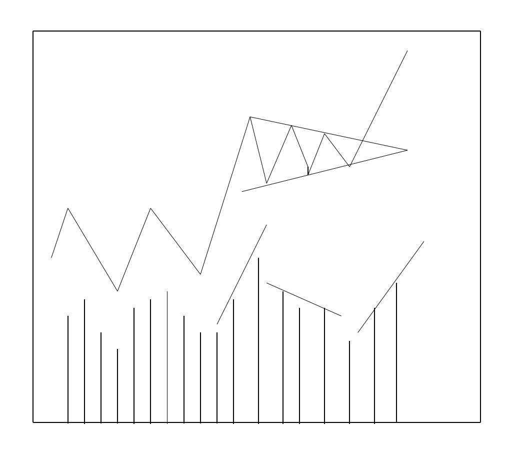


图 5.5.24　涨市尖旗形

因而，旗形和尖旗形都是非常可靠的整理形态，极少出现趋势反转的情形。

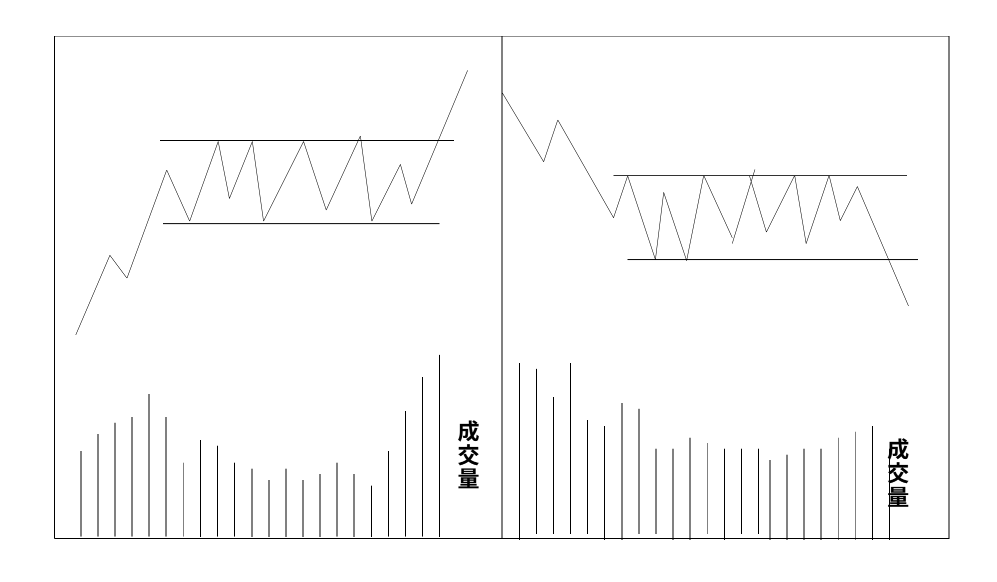


图 5.5.25　上升和下降中的矩形盘整

旗形和尖旗形旗杆形成时价格急剧上涨（或下降），成交量相应增加，而在旗形形成时，价格盘整，成交量萎缩。当成交量再次剧增时，价格趋势将重新开始。因此，两种形态都出现在市场走势的中点。因此，趋势重新开始后的价格变动幅度约相当于旗杆的长度。

（3）矩形。矩形（Rectangle Formation）是一种典型的整理形态。它的出现表明趋势暂停，价格在两条水平线间盘整（如图 5.5.25），盘整中成交量逐步减少。

当成交量增加时，价格将突破矩形上方阻力线而重新开始原有的上升趋势。而在价格突破矩形下方支持线继续下跌时，通常并不需要成交量的增加相伴。

七、点数图分析

点数图以点数为单位记录价格变化，是一种简单而有效的技术分析工具。

1. 点数图的涵义和绘制方法

点数图（Point and Figure Chart）又叫 XO 图，它用 X 和 O 两种符号来表示和计算期货价格的变化。X 符号表示价格上升，O 符号表示价格下降。如图 5.5.26 所示。

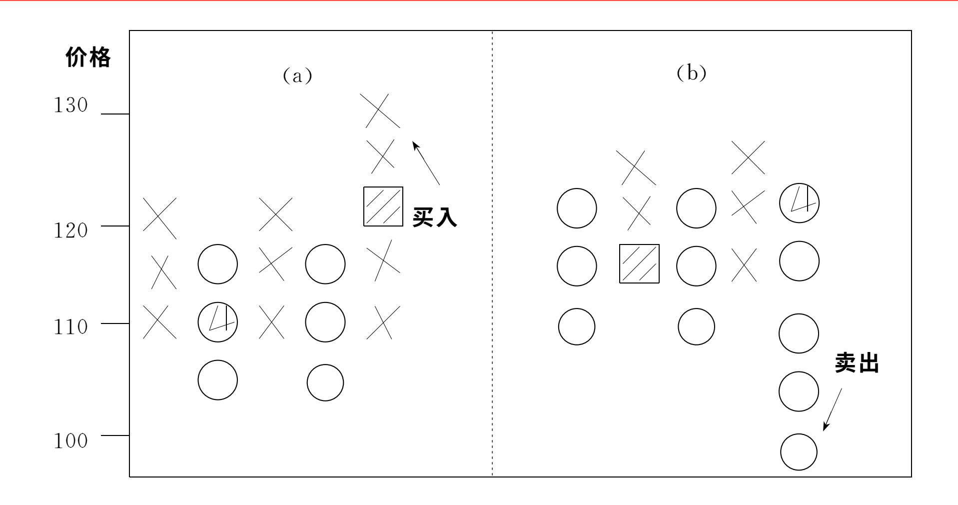


图 5.5.26　点数图

点数图的纵轴表示价格，每一小格代表一定的货币单位；横轴则不代表任何时间单位，而仅以价格涨跌方向的变化来描图。当价格连续上升或下降时，就在同一纵列方格内按垂直方向加画 X 或 O 符号(上升画 X，下降画 O)。当价格变动出现相反趋势，才在其右边相邻的纵列中画上与前列相反的价格变动符号。如果一天内价格上下波动几次，则在点数图中画相应的几行 X 和 O。为观察方便，也常把当日的最后一格填黑，以表示当日收市价。

绘制点数图的程序和原则可归纳如图 5.5.27 所示。

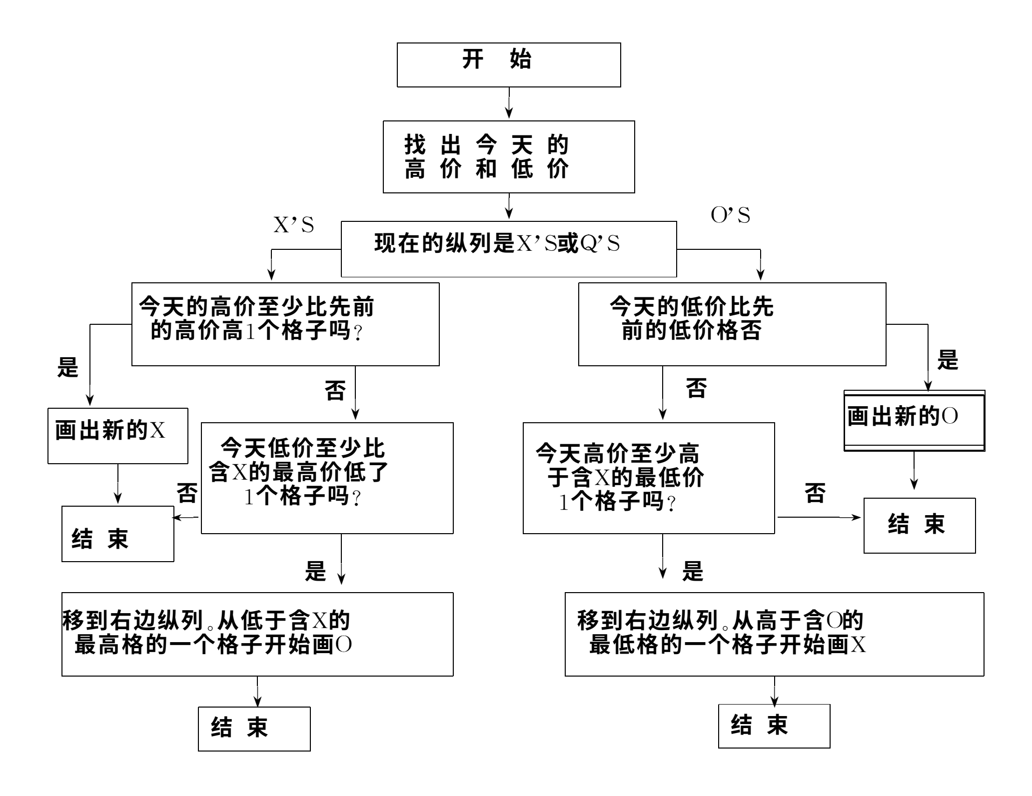


图 5.5.27　点数图的绘制程序和原则

2. 点数图目标价格的估算

利用点数图可以预测价格变化的方向和幅度。利用点数图估算目标价格的方法有两种:即横轴列数目标价格估算法和纵轴目标价格估算法。这里只介绍前一种。

以横轴列数为标准估算目标价格的方法中,计算由于价格的徘徊波动而在点数图上横向所占列数,据以估计价格上升或下降的幅度。其理论依据在于:期货价格在一段时期内在较小价格变动幅度中上下波动徘徊,会使潜在买卖压力逐渐积聚,徘徊期越长,积聚的压力就越大。当价格突破徘徊区时,这些压力将释放出来,从而引致价格相应幅度的上升或下降。通常认为,价格横向徘徊的宽度与将来价格纵向上升或下降的幅度,是 1∶1 的关系。

如图 5.5.28 所示,价格在较大幅下降后进入徘徊盘整,价格小幅上下波动 4 次,横向移动 8 列。当价格升破徘徊区后,价格上涨的程度将是价格徘徊的宽度。即 8 行。同理,当价格在上升一定幅度后进入盘整的宽度也是将来价格下跌的幅度。

如图 5.5.28 所示。价格上升一定幅度后的盘整徘徊宽度为 8 列。当价格突破徘徊区开始下降后,下降幅度为 8 行。

以横轴列数估算目标价格也可用以下公式进行:

上升目标价格:$P_{UH}=P_H+W\cdot V_r$

下降目标价格:$P_{DH}=P_L-W\cdot V_r$

式中:P_{UH}为以横轴计算的上升目标价格,

P_{DH}为以横轴计算的下降目标价格,

P_L 为当期最低价,

P_H 为当期最高价,

W 为当期价格徘徊宽度(列数),V_r 为每一格代表的价格差额。

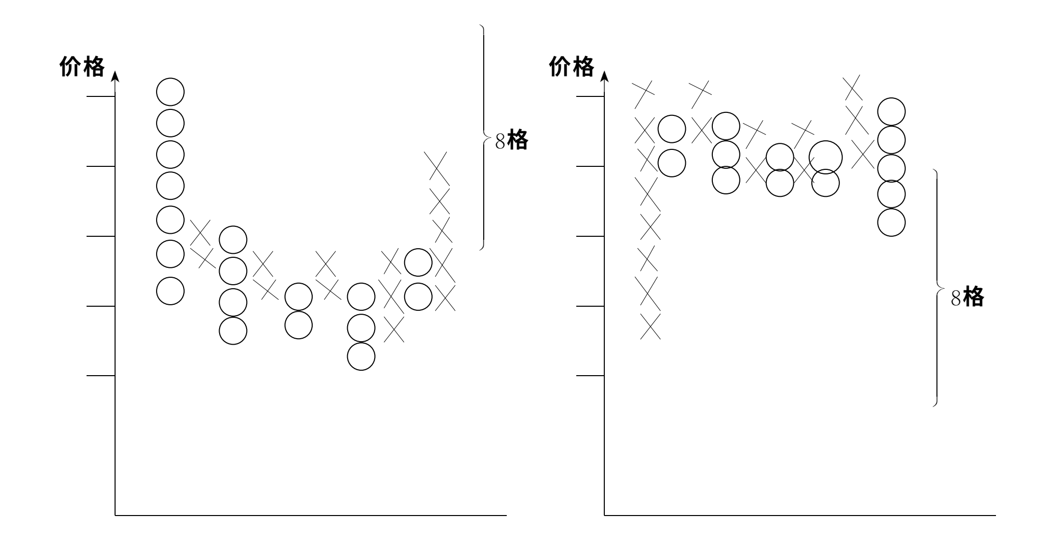


图 5.5.28 横轴列数目标价格估算法

八、K 线图分析

1. K 线图的涵义及其绘制方法

(1)K 线图的涵义。K 线图(KLine CHart)又称蜡烛线或阴阳线,是以形似蜡烛的图线来记录和分析股票、期货市场价格走势的一种重要的技术分析工具。它起源于日本的德川幕府时代,大阪的米市商人用以记录一天(或一周、一月)当中价格行情的波动变化。它是本间宗久 40 多年米市行情研究的结晶,比西方古老的道·琼斯理论还早 100 年,距今已有 200 多年的历史。目前在世界各国的股票、期货市场价格走势分析中获得广泛应用。

(2)K 线图的构造及其绘制方法。K 线图如图 5.5.29 所示,其基本构造包括上影线,下影线和中间的实体部分,分别用来表示当天的开盘价、最高价、最低价和收盘价。图中 A 因收盘价高于开盘价,中间实体部分以白色方框标示,或用红色标示,表示当天“收红盘”。图中 B 因收盘价低于开盘价,中间实体部分则以黑色标示,表示当天“收黑盘”。上影线的最高点与下影线的最低点,分别表示当天行情所

达到的最高价与最低价。

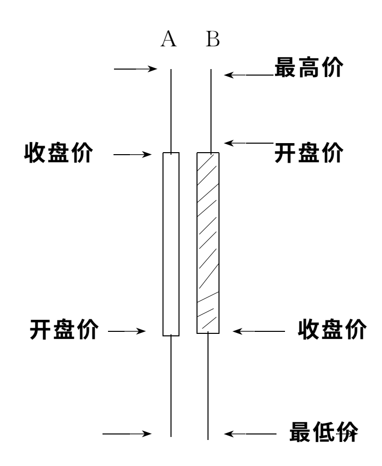


图 5.5.29　K 线图的绘制法

由于 K 线形状类似于蜡烛，所以又称之为蜡烛线，其中，红色烛线称之为阳线，黑色烛线称之为阴线。因而，K 线又称阴阳线或阴阳烛。对于阴阳烛，人们一眼就可看出该日市况是"高开低收"还是"低开高收"，形象鲜明。

2. 单日 K 线判别分析

K 线分析的基本原理，在于以阴线和阳线来区别空头力量与多头力量的强弱程度，并通过各种 K 线形态的判别和分析来预测期货价格走势。单日 K 线判别分析是 K 线形态分析的基础。

（1）阳线。收盘价高于开盘价为阳线，如图 5.5.30 所示，它表示多方经过一日（或一周一月）的努力，以极强的买气将价格拉至较高价格收盘，说明多头力量较强。分析者还可根据阳线实体的长短来判别多空双方势力的强弱。实体特长，且无上影线的阳线，说明有超强的涨势。而有较长上影线，则说明涨势较虚。

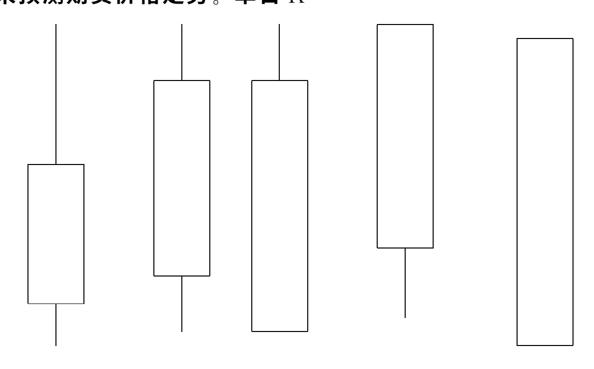


图 5.5.30　阳线类型

（2）阴线。收盘价低于开盘价为阴线，如图 5.5.31 所示，它表示空头卖压较强，将价格打压至较低的价格收盘，说明空头力量较强。分析者同样可根据阴线实体的长短来判别其空方力量的强弱。实体物长没有下影线的阴线，说明有超强的跌势。而有较长的下影线，则说明跌势较弱。

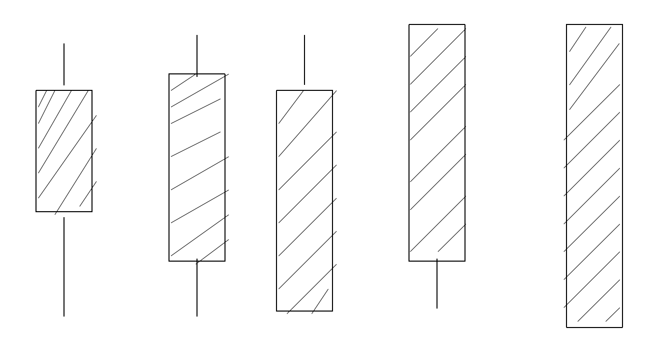


图 5.5.31　阴线类型

(3)十字线、T 字线和一字线。开盘价与收盘价一样高,K 线实体部分缩为一根横线,与上下影线相交则形成十字线,(如图 5.5.32)表明多空双方几乎是势均力敌,旗鼓相当。上影线越长,表明卖压越重;反之,下影线越长,表明买气旺盛。上下影线相当的十字线为转机线,视其位于高价圈或低价圈,可用来判别行情转折与否。

当最高价或最低价与开盘价、收盘价重合时,十字线变为 T 字线(如图 5.5.32)。正 T 字线表明买气旺盛,倒 T 字线表明卖压甚重。

当最高价、最低价、开盘价和收盘价四个价格均为同一价位时,K 线呈现为一字线,(如图 5.5.32 中 C),通常出现在跳空涨停或跳空跌停的价位上,表明价格出现了极端的涨势或跌势。

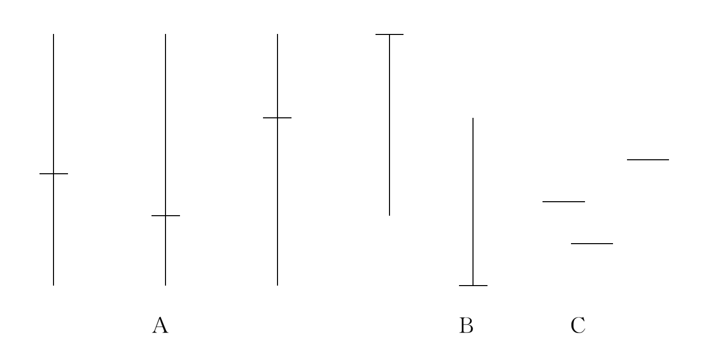


图 5.5.32　十字线、T 字线和一字线

K 线虽然直观,比直线图等表达的意义更为丰富和形象,但也具有其缺陷。这就是它对一个绘图时间单位内的价格依时间而变化的动态反映不清。而这种动态变化有时对第二天或第二周的价格行情有着重要的影响。

3. 双日 K 线判别分析

双日 K 线判别分析是将连续两日的 K 线进行比较分析,目的在于弥补单日 K 线分析的不足,克

服单日K线可能受大户操纵而出现的虚假现象。双日K线有以下十多种主要形态：

（1）覆盖线。如图5.5.33所示，前一日为大阳线，后一日却为大阴线所覆盖（A）；或前一日为大阴线，后一日却为大阳线所覆盖（B）。这表明短期有反转的可能性。

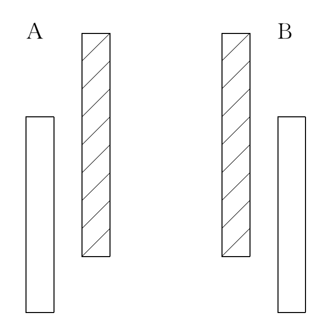


图5.5.33　覆盖线

（2）迫切线。如图5.5.34所示，前一日为大阳线，后一日为小阴线（A），说明涨势受到阻碍；相反，前一日为大阴线，后一日却为小阳线（B），则说明跌势受阻。

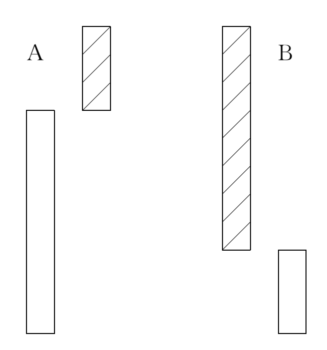


图5.5.34　迫切线

（3）迫入线。如图5.5.35所示，前一日为大阳线，后一日为小阴线，且收盘价低于前一日（A），说明其涨势受阻，有回挡下跌的可能。相反，前一日为大阴线，后一日为小阳线，其收盘高于前一天，说明跌势受阻，有反转回升的可能（B）。

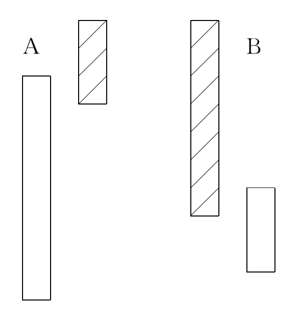


图 5.5.35 迫入线

(4)切入线。如图 5.5.36 所示前一日为大阳线,后一日却出现大阴线,且其收盘价比前一日大阳线的一半还低(A),这表明买方力道已尽,价格近日内可能跌至大阳线底部以下。反之,前一日为大阴线,后一日为大阳线,且收盘价比前一日大阴线的一半还高(B),这表明卖压已尽,价格近日内可能升至大阴线的顶部以上。

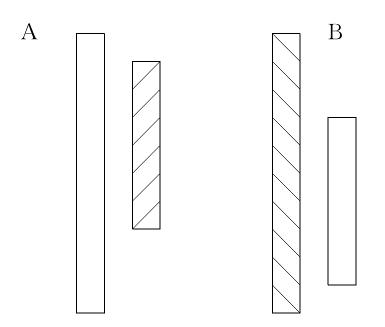


图 5.5.36 切入线

(5)包入线。后一日的大阴线或大阳线完全吃掉了前一日的大阳线或大阴线(如图 5.5.37 所示),亦表示反转情况的出现。A 表明价格将转升为降,B 表明价格将转降为升。

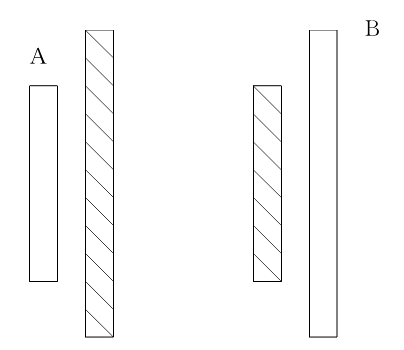


图 5.5.37　包入线

(6)怀包线。如图 5.5.38 所示,后一日的 K 线,开、收盘价的变动范围均缩入前一日的大阳线(A)或大阴线(B)中,亦是价格反转信号的出现。

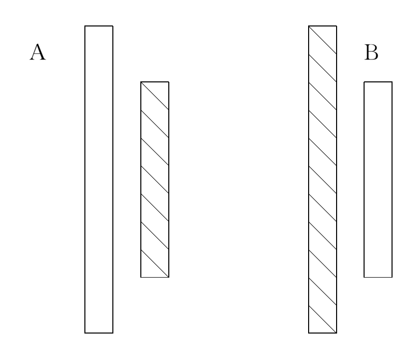


图 5.5.38　怀包线

(7)回转线。如图 5.5.39 所示,后一日的开盘价在前一日的阳线(A)或阴线(B)范围之中,但价格走势却与前一日相反,反转现象极明显,A 表明将反升为降,B 表明价格将反降为升。

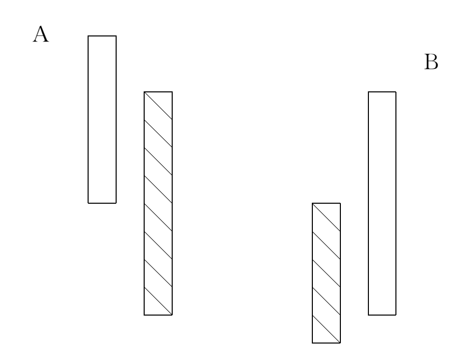


图 5.5.39　回转线

(8)星线。如图 5.5.40 所示,大阳线后的出货现象(A),跳空高开后一路走低收盘,次日如果不再跳空往上冲,则将形成大回档。大阴线后跳空低开但一路走高收盘(B),如第二日不再跳空下行,则将形成较大的反弹。

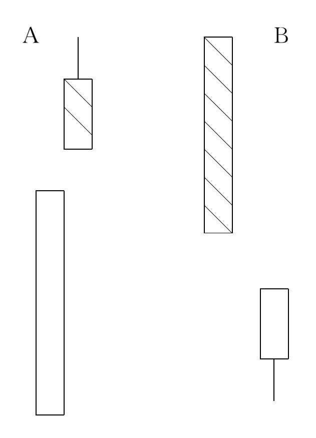


图 5.5.40　星线

(9)相逢线。如图 5.5.41 所示,后一日的走势与前一日相反,一个低开高收,一个高开低收,但两天的收盘价极为接近,是短线主力来回操作的特有现象。

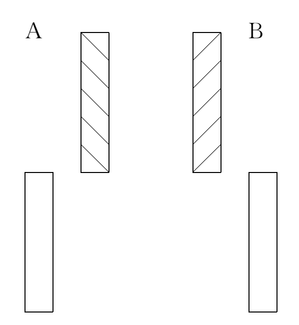


图 5.5.41　相逢线

(10)相反线。如图 5.5.42 所示,前后两日的开盘价相近,但走势相反,因而分别以最低价或最高价收盘。这也是短线主力来回操作的特有现象。

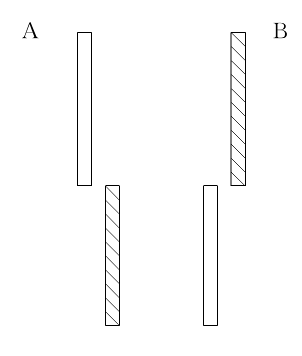


图 5.5.42　相反线

(11)平行线。如图 5.5.43 所示,后一日的阳线延续前一日的阳线(A),或后一日的阴线延续前一日的阴线(B),表明价格走势的延续。

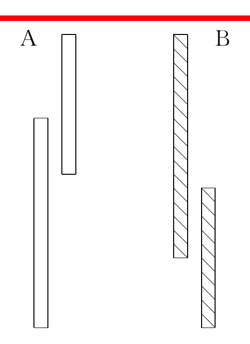


图 5.5.43　平行线

4. 多日 K 线判别分析

期货市场价格走势是连续的，后期受前期的影响。显然，仅靠单日和双日 K 线分析来预测期货价格走势是不够的。因此，应该将多日 K 线形态连接起来进行分析，以便更为准确地把握期货市场价位走势。多日 K 线形态很多。如早晨之星、黄昏之星、阳烛三枝形、阴烛三枝形、下跌整理形、上升整理形等等。受篇幅限制这里仅能介绍一些最基本的多日 K 线形态。

第一，阳烛三枝形

阳烛三枝形为连续三枝阳烛向上，是上升行情中最基本的形态。三枝阳烛的出现，表明买气甚足，整个行情呈上升趋势。但三枝阳烛的长短排列不同，对后市的影响也就不一样。如图 5.5.44 所示：

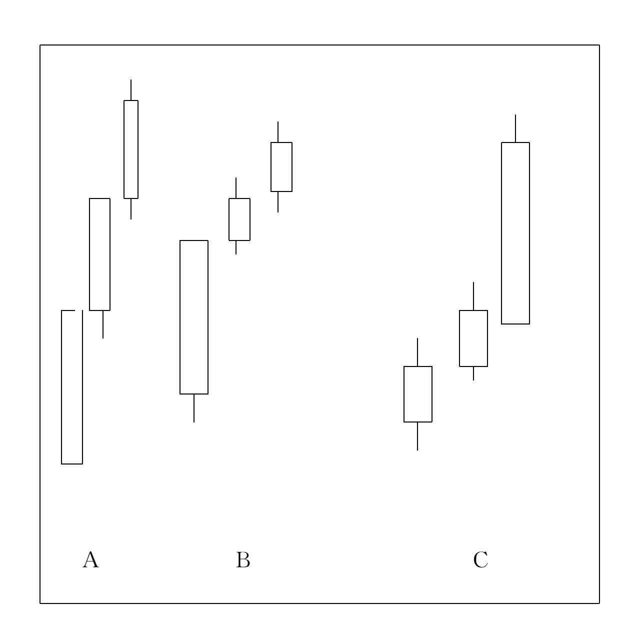


图 5.5.44　阳烛三枝形

（1）三枝同长型：如图中 A 所示，连续三日的涨幅大致相同，出现的机率较少。若连续三日的中红或长红，表明涨幅已大，会有获利回吐的浮额出现，可考虑暂时卖出观望。但也并非绝对，如有环境的配合，仍有拉出 5—6 枝大长红阳线的可能。

（2）前长后短型：如图中 B 所示，第一日行情大涨，随后出现涨势减弱的局面，表明跟进力量减少，不宜进高。

（3）前短后长型：如图中 C 所示，前两日小幅上升，第三日大幅上涨，为空头回补、买气大涨的结果。

第二，阴烛三枝形

阴烛三枝形，如图 5.5.45 所示，为连续三枝阴烛，是下跌整行情的基本形态。

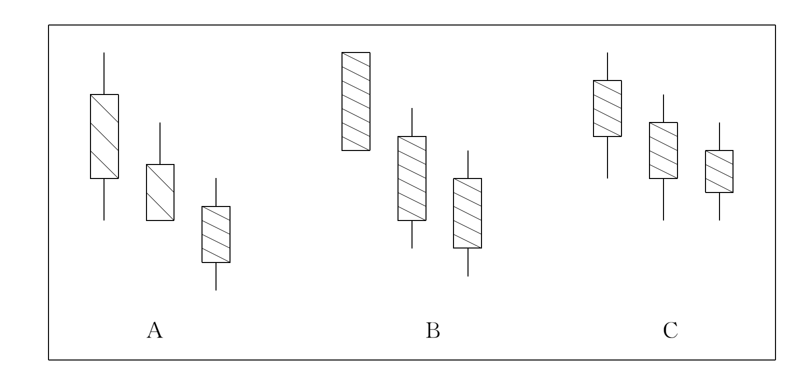


图 5.5.45　阴烛三枝形

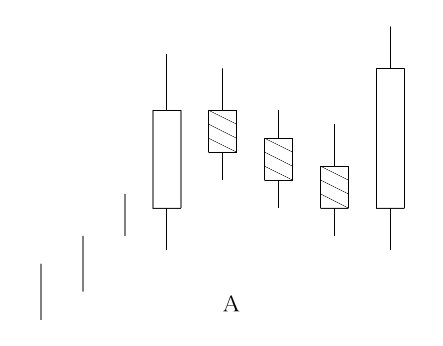
(1)三枝同长形:如图中 A 所示,连续出现三枝长度相当的阴烛,表明后市将下跌。

(2)大阴领先形:如图中 B 所示,一枝大阴烛领先,后跟两枝相对较小的阴烛。如果出现在高价圈,表明大市可能下跌,买方无力挽回败势。

(3)阴烛跛脚形:如图中 C 所示,第三枝阴烛收盘价比前一枝收盘价高,表明卖压已尽,下跌态势已被阻止,价格可能回升。

第三,上升整理形和下跌整理形

上升整理形和下跌整理形如图 5.5.46 所示,是在主要的价格趋势中间出现的徘徊局面,经过短期的整理后,价格将继续原有大势行进。



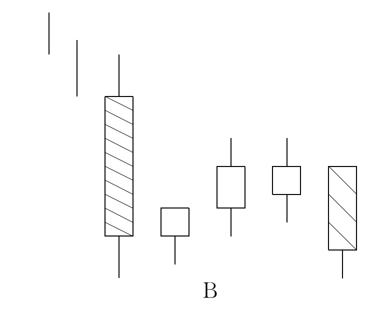


图 5.5.46　上升整理形和下跌整理形

上升整理形(图中 A)的特征为:首先出现一枝长阳烛,随后出现三枝左右细小的阴烛,收盘价格轻微下跌,但不低于第一枝长阳烛的开盘价。最后出现一枝强劲的阴烛,收盘价超越第一日的收盘价。这表明经过整理后的上升趋势再度开始。

下跌整理形(图中 B)的特征与之相似,首先出现一枝长阴烛,随后出现几枝细小阳腊,其波动幅度不超过第一枝长阴烛,最后出现一枝强有力的阴烛,跌破第一日收盘价而打破徘徊局面。

第四,早晨之星

早晨之星是重要的转向 K 线形态。晨星,表示黑夜即将过去,白天即将来临,前途一片光明,后市自然看好。

如图 5.5.47 所示,早晨之星由三个交易日的 K 线构成:

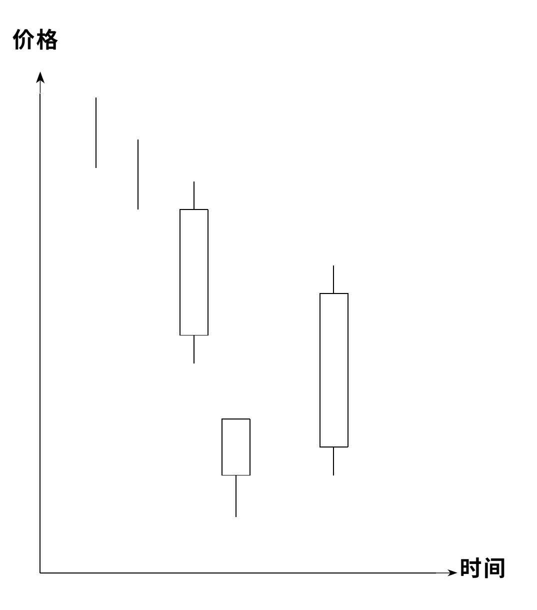


图 5.5.47　早晨之星

第一日，在跌势中出现一支长阴烛。

第二日，跳空下跌，蜡烛身体长度缩短，形成星的主体。该蜡烛既可是阴烛，也可是阳烛。

第三日，出现一枝阳烛回升至第一枝蜡烛的范围内。

上述三枝蜡烛的组合，代表市势可能见底回升。

第五，黄昏之星

夕阳无限好，只是近黄昏。黄昏之星（如图5.5.48所示）出现后，太阳便会落山。因此，黄昏之星预示市势可能见顶回落，是上升趋势未期一个重要的反转形态。其形态构成为：

第一日，在持续上升的市势中出现一枝长阳烛。

第二日，波幅缩小，可以是阴烛或阳烛，构成星的主体。

第三日，出现长阴烛，并下跌至第一支阳烛区域内。

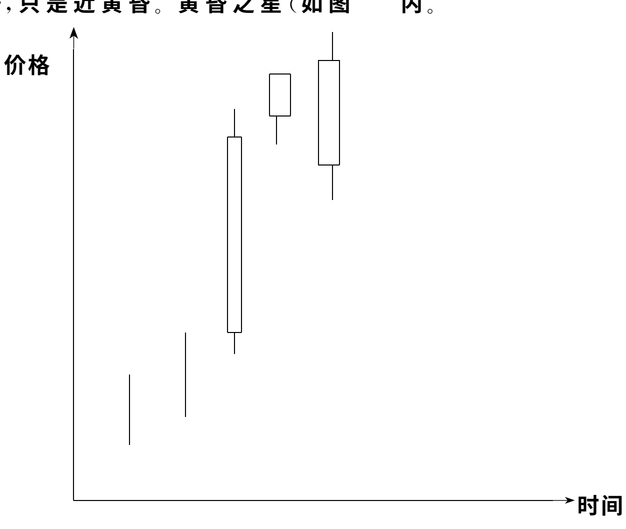


图 5.5.48　黄昏之星

第六，窗口

K 线图分析中的窗口(Window)相当于直线图分析中的缺口(Gap)。出现窗口的原因与出现缺口的原因相同:前后两日价格高低之间不相衔接。如图 5.5.49 所示。

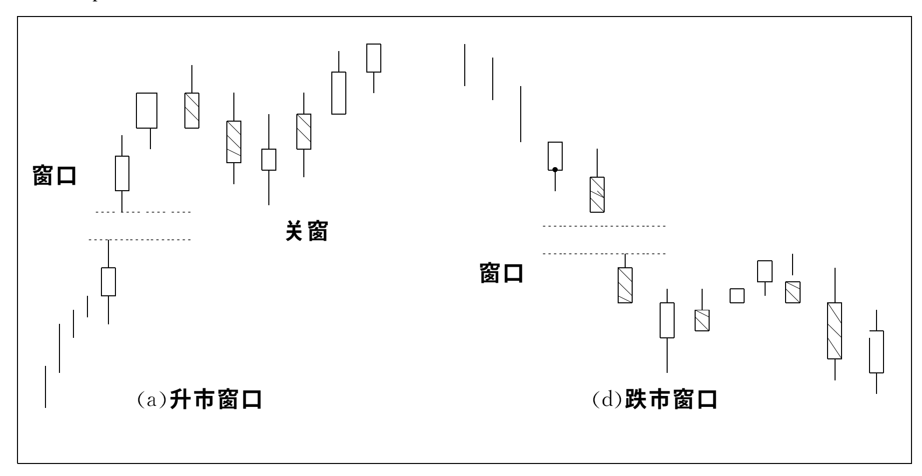


图 5.5.49　窗口

K 线窗口的出现,通常意味着原有趋势会继续下去,升的继续升,降的继续降。升市窗口可能成为日后的支持区域,跌市窗口可能成为日后的阻力范围。当升市窗口因获利回吐,在关窗口后停止下跌,即为买入机会。如关窗以后持续下跌,则表明原来的升势已尽,大势反转,可以反手卖空。

九、移动平均分析

1. 移动平均分析原理

移动平均分析是期货价格走势技术分析的重要方法之一。基本原理是通过计算不同移动平均周期的期货收盘价格移动平均数,绘制成相应的移动平均线,再根据不同的移动平均线的动态特性,分析和预测期货市场价格走势,选择和确定有利的买卖时机。

利用收盘价格计算移动平均价格,相当于获得了该移动平均周期内的均衡价格。当行情价格在此均衡价格之上时,意示着市场买力(需求)较大;反之,如行情价格在此均衡价格之下,则意味着供过于求,卖压(供给)较大。因此,通过分析行情价格线与不同周期的移动平均线的变化动态,即可确定有利的买进和卖出时机。

2. 移动平均数的种类与计算方法

移动平均线是根据移动平均数绘制的。根据计算移动平均数所采用的方法和移动平均周期的长短,可将移动平均数分为不同的类型。按计算方法,可分为简单移动平均数、加权移动平均数和指数平滑移动平均数。按移动平均周期长短,可分为短期移动平均数、中期移动平均数和长期移动平均数。

第一,简单移动平均数

简单移动平均数又称算术移动平均数,它是以平均周期内的数据之和除以数据个数而得,并在新的周期加入新的数据的同时去掉原周期的第一个数据,再计算新周期的平均数,从而形成一个移动平均数序列。其计算方法可用公式表示为:

$$SMA_t=\frac{\sum_{i=t-N+1}^{t}P_i}{N}$$

式中:SMA_t 为 t 期算术平均数;

P_i 为 i 期收盘价格;

N 为移动平均周期长度。

表 5.5.5 是以 5 天为移动平均周期计算的某期货商品收盘价格简单移动平均数序列。

表 5.5.5

日期	收盘价	算术移动平均数	日期	收盘价	算术移动平均数
1	385.10		10	382.40	383.60
2	384.60		11	380.00	383.08
3	384.60		12	379.80	382.16
4	383.80		13	377.50	381.08
5	383.40	384.30	14	373.90	378.72
6	382.40	383.80	15	369.90	376.22
7	384.40	383.76	16	366.70	373.56
8	382.90	383.42	17	367.20	371.04
9	385.70	383.80	18	367.40	369.02

在简单移动平均法中,将周期内每一日的价格同等对待,忽略了近期价格对未来价格的影响比远期价格对未来价格影响更大的特性,因而是不尽合理的。为弥补这一缺陷,人们采用加权移动平均法来计算移动平均数。

第二,加权移动平均数

加权移动平均数充分考虑了近期价格对未来价格影响力较大的特性,而对近期价格赋予更大的权重来计算平均数。加权方式可分为:线性加权(Linear Weighted)、阶梯式加权(Step Weighted)和平方系数加权(Square Factor Weighted)。

(1)线性加权移动平均数。线性加权是以移动平均周期的第1日开始,每日递增一固定差额为权重。如第一日权重为1,第二日则为2,第三日为3,余者类推。线性加权移动平均公式为:

$$LWMA_t = \frac{\sum_{i=t-N+1}^{t} T\cdot D\cdot P_i}{\sum_{i=t-N+1}^{t} T\cdot D}$$

$D>0$

$T=i-(t-N)$

式中:LWMAt 为 t 期线性加权移动平均数;

D 为权重差;

T 为移动平均周期内的第几天。

(2)阶梯式加权移动平均数。阶梯式加权移动平均数是以邻近的两日或三日收盘价的代数和作为阶梯加权计算的移动平均数。计算公式为:

$$SWMA_t = \frac{\sum_{i=t-N+1}^{t-1} T\cdot D\cdot (P_{i-1}+P_i)}{2\cdot \sum_{i=t-N+1}^{t} T\cdot D} \quad T=i-(t-N) \quad D>0$$

式中:$SWMA_t$ 为 t 其阶梯式加权移动平均数。

(3)平方系数加权移动平均数。这为线性加权移动平均数的变化式,权重为原线性权重的平方。其计算公式为:

$$SFMA_t = \frac{\sum_{i=t-N}^{t} (T\cdot D)^2\cdot P_i}{\sum_{i=t-N+1}^{t} (T\cdot D)^2}$$

$T=i-(t-N)$

$D>0$

式中:$SFMA_t$ 为 t 期平方系数加权移动平均数。

第三,指数平滑移动平均数

在绘制简单移动平均线和加权移动平均线时,需以大量历史数据为基础,因而需以大量的计算机储存空间来保存这些数据。特别是当移动平均的天数较长时,不仅所需储存数据太多,而且计算量也太大。而指数平滑移动平均法则可克服以上两种方法的这一缺陷。它只需要有连续二日的数据即可计算。其计算公式为:

$$ESMA_t = P_t\cdot \alpha + (1-\alpha)ESMA_{t-1}$$

式中:ESMAt 为 t 日指数平滑移动平均数;

α 为平滑因子,取值为 0.1—0.9。取值越大,对当日收盘价的加权越大,其平滑线较为灵敏地反映其价格波动。反之,α 取值越少,则平滑线较为圆滑,越能消去短期杂讯干扰。

以 5 日为移动平均周期,用上述几种方法计算的移动平均数序列如表 5.5.6 所示:

表 5.5.6

日期	收盘价	简单移动平均数	线性加权移动平均数	阶梯加权移动平均数	平方系数加权移动平均数	指数平滑移动平均数 α=0/7
1	385.10					
2	384.60					384.75
3	384.60					384.65
4	383.80					384.05
5	383.40	384.30	384.02	384.11	383.83	383.60
6	382.60	383.80	383.45	383.58	383.21	382.90
7	384.40	383.76	383.65	383.44	383.67	383.95
8	382.90	383.42	383.37	383.47	383.34	383.21
9	385.70	383.80	384.13	384.82	384.41	384.95
10	382.40	383.60	383.66	383.99	383.59	383.17
11	380.00	383.08	382.46	382.92	381.92	380.95
12	379.80	382.16	381.37	381.56	380.77	380.14
13	377.50	381.08	379.81	379.08	379.08	378.29
14	373.90	378.72	377.42	377.98	376.51	375.22

第四,短期、中期和长期移动平均线

根据移动平均周期的长短可将移动平均线划分为短期、中期和长期移动平均线。一般而言,短期移动平均线为周期在10天以下的移动平均线;中期移动平均线为周期在10—20天的移动平均线;长期移动平均线则是周期在20天以上的移动平均线。不同周期的移动平均线在技术分析中具有不同的作用。

短期移动平均线反应期货行情变化较为灵敏,因而称为“快速移动平均线”,通常配合行情线用于短线投资分析。长期移动平均线对价格行情变化缺乏敏感性,因而不能用于短线投资依据,而只能为长线投资提供参考。中期移动平均线则居于两者之间。

3. 移动平均线的优缺点

第一,移动平均线的优点

一般认为,移动平均线有下述几个优点:

(1)运用移动平均线理论进行买卖可以自动确定风险水平,将亏损可能性降至最低。

(2)在上升或下降行情中,移动平均线将自动发出买进或卖出的信号及持续的趋势,利润可观。

(3)移动平均线可以透出价格的真正趋向。

2. 移动平均线的缺点

但是,在考虑到移动平均线分析的上述优点的同时,也不可忽视其所存在的缺陷:

(1)在无趋势的牛皮期间,移动平均线与价格行情线交织在一起,买卖信号频繁,使投资者疲于奔命,且左右挨巴掌。

(2)移动平均线的最佳日数难以正确判断确定。

(3)移动平均线反映价格变动具有一定的时间滞后,因而不能以它作为短线操作指标。

(4)单凭移动平均线的买卖信号,无法给予投资者充足的信心,通常须靠其它技术指标的配合。

十、逆时针量价图分析

1. 逆时针量价图分析原理

逆时针量价图,是在以横轴表示期货成交量,纵轴表示期货成交价格的座标图上,同时记录各交易时间的成交量和成交价格,以反映价格与成交量的相互关系及其变化动态的曲线图。其基本图形如图5.5.50所示,因实际量价曲线成逆时针旋转而得名。

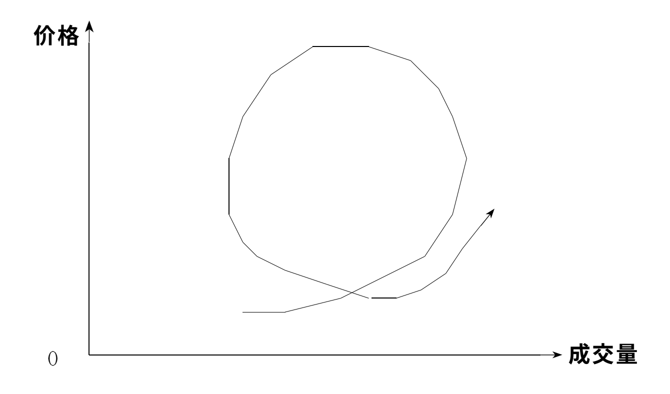


图 5.5.50　逆时针量价图

逆时针量价曲线将价格与其紧密相关的成交量综合反映在一根曲线里，直观形象地反映了价格变化动态、成交量变化动态以及两者相互关系的变化动态，这对于投资者正确地分析供求力量，把握价格走势，确定最佳购买与出售时机具有重要意义，因而是期货价格走势术分析的重要工具之一。

逆时针量价图分析的基本原理，在于任何商品的市场价格，主要都是由当时市场供求双方力量竞争决定的，特别是期货、股票、债券等“有效率”的市场（或充分竞争的市场）更是如此。如图 5.5.51 所示，市场成交价格是供给曲线（S）和需求曲线（D）之交点（E）所决定的所谓均衡价格（P_E），成交量即由 E 点所决定的 Q_E。

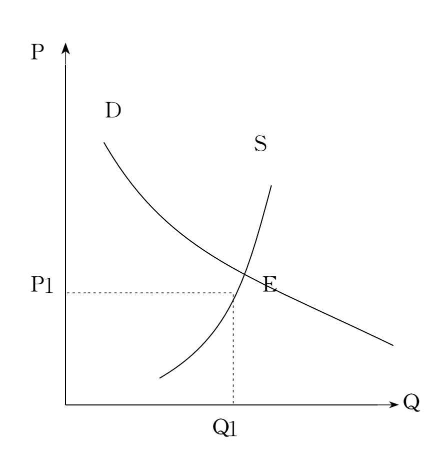


图 5.5.51　供求曲线交点决定成交价格和成交量

现实市场的供求力量不是固定不变的，而是随着各种影响因素的变化而变化的。供给和需求力量的变化必然对成交量和价格产生重要影响。如图 5.5.52 所示，当需求从 D_1 扩大到 D_2 时，供求平衡点由 E_0 上升到 E_1，成交量由 Q_0 增加到 Q_1，价格也从 P_0 上升到 P_1。价格与成交量之间呈现一种同步上升的趋势，两者成正相关。反之，当需求由 D_2 缩减为 D_1 时，供求均衡点将由 E_1 降到 E_0，成交量相应由 Q_1 减少到的 Q_0，价格也相应由 P_1 减为 P_0，两者同步下降，也成正相关。这种量增价升，量减价跌的正相关关系，反映了期货市场价格走势初期和中期价格与成交量的正常关系。

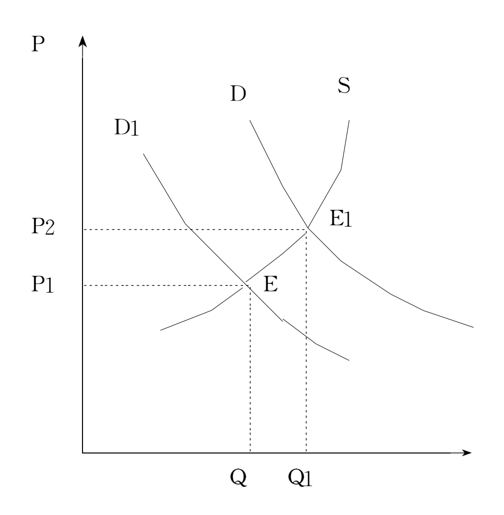


图 5. 5. 52　需求变动对成交量和价格的影响

图 5. 5. 53 则反映了供给变动对期货市场价格和成交量的影响。当由于非价格因素使供给曲线从 S_0 扩大到 S_1 时，供求均衡点由 E_0 移动到 E_1，成交量因而从 Q_0 增加到 Q_1，但价格却从 P_0 降到 P_1，两者背道而驰，成负相关变动。反之，当供给曲线从 S_1 移动到 S_0 时，供求均衡点由 E_1 移动到 E_0，成交量从 Q_1 减少到 Q_0，价格却从 P_1 上升到 P_0，两者仍呈负相关变动。价格与成交量的这种负相关通常反映了供给变动的影响，也是价格走势将出现反转前的重要信号。

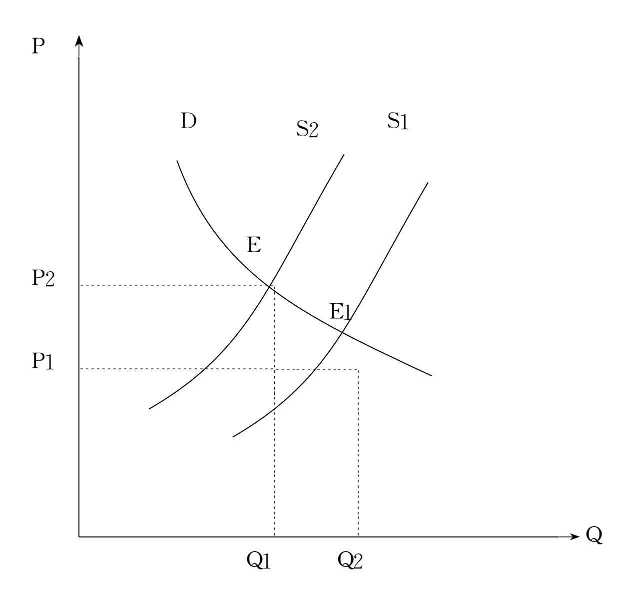


图 5. 5. 53　供给变动对成交量和价格的影响

2. 逆时针量价图的分析运用

如前所述，量价曲线的变化动态反映了供求双方力量对比的变化，并预示着随后的价格变动趋势。因此，对期货商品的逆时针量价曲线形态进行分析，有利于投资者弄清多空双方力量对比变化，预测价格变化趋势，把握有利的买卖时机。逆时针量价图分析运用应遵循以下八阶段原则：

所谓逆时针量价曲线八阶段运用原则，是根据逆时针量价曲线一个循环周期中各个阶段成交量与价格变动关系的差异而提出的。

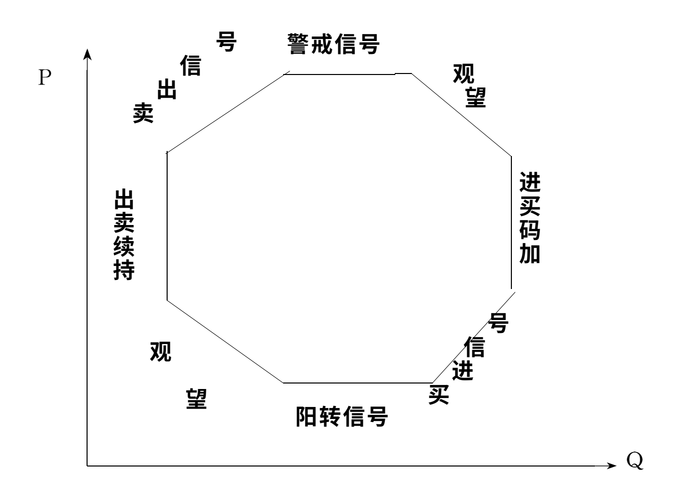


图 5.5.54　逆时针量价曲线八阶段运用原则

第一，阳转信号

市价经过一段时间的下跌后，下跌幅度逐步缩小，甚至止跌转稳，在低价位盘旋，成交量明显的由前期的萎缩转而递增，表明在低价位上抛盘和接盘的数量均有所增加，且力量相当。如图 5.5.55 所示，在低价位上，一些终于忍受不住的多方转而作空，使供给曲线由 S_1 右移到 S_2。另一些在高价位上作空的投资者趁机在低价位转而作多，使需求曲线从 D_1 扩张到 D_2。供求均衡点由 E_1 右移到 E_2，由于供给曲线和需求曲线右移幅度相当，因而呈现出成交量递增，价格却基本稳定的局面。这是价格走势即将走出低迷转而上升的前兆。

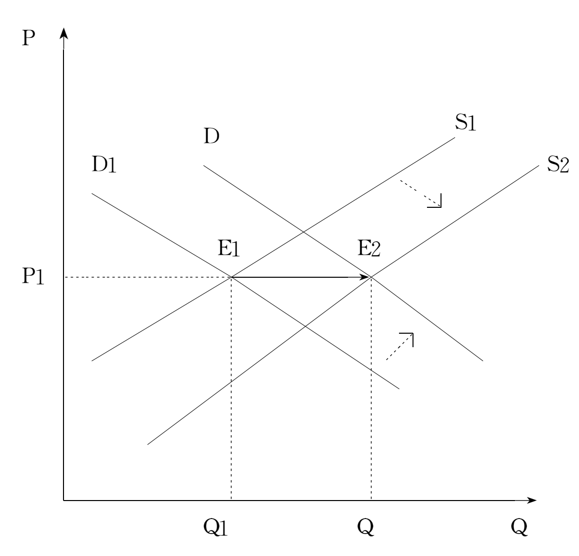


图 5.5.55　阳转信号与多空力量对比

第二，买进信号

成交量在前一阶段增加的基础上进一步持续增加，市场价格迅速走出低迷转而上升，量价同步走高，表明市场进入多头位置，是最佳的买入时机。如图 5.5.56 所示，需求大幅度增长，由 D_2 右移到 D_3，成交量迅速增加，价格也随之上涨。在价格上涨的刺激下，空方已不愿以低价卖出，转而希望以较高价格卖出，供给曲线转而从 S_2 左移动到 S_3，但移动幅度小于需求曲线右移幅度，均衡点由 E_2 移到 E_3，呈现最价同升局面。这是价格将进一步大幅上涨的信号，因而是最佳购买时机。

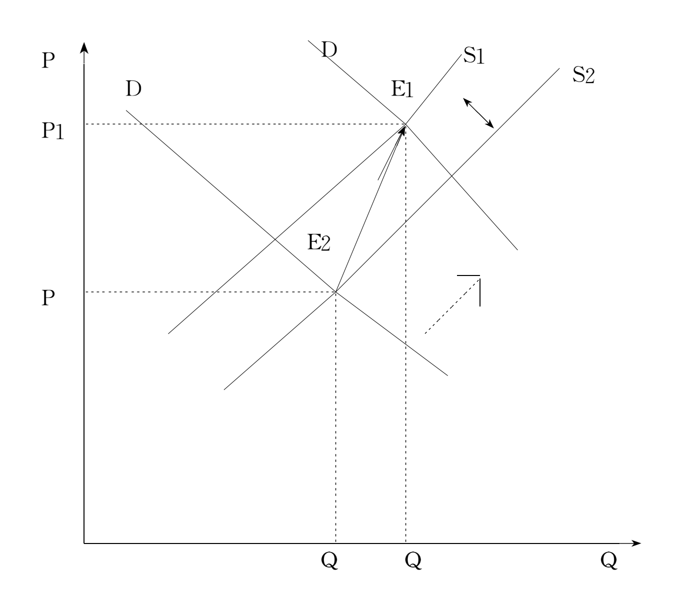


图 5.5.56　买进信号与多空力量对比

第三,加码买进

成交量扩增至高水准后,即维持于该较高水平而不再急剧增加,但价位仍继续上涨,说明多空双方竞争激烈,但多方力量仍居优势,价格将进一步上涨,投资者可趁上涨大势中的小幅回档之机加码买进。如图 5.5.57 所示,由于价格持续上涨,后市看好,需求进一步扩张,需求曲线由 D_3 右移到 D_4,买气持续上升;但空方由于进货成本上升,因而希望以更高价位卖出,使供给曲线由 S_3 左移到 S_4,均衡点由 E_3 上移到 E_4,价格由 P_3 上升到 P_4,成交量维持不变。这是价格仍将继续上涨的信号,因此投资者可趁小幅回档之机适当加码买进。

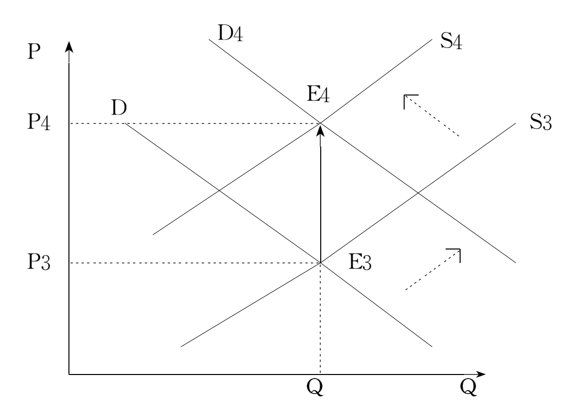


图 5.5.57　加码买进信号与多空力量对比

第四,观望

市价继续上涨,但涨势趋缓,且成交量开始减退,出现了价量逆向而动(负相关)的局面。如图 5.5.58 所示,在高价位上,由于前市价格持续上涨获利的诱惑,使一些投机者和散户继续跟进,需求继续扩张,但因后市变化不太明朗,跟进者减少,需求增长幅度减弱,需求曲线从 D_4 小幅右移到 D_5。供给方因进货成本增加,而希望以更高价格卖出,使供给曲线由 S_4 继续左移到 S_5。由于供给曲线左移幅度超过需求曲线右移幅度,因而价格虽然被推向了更高水平,由 P_4 进一步上升到 P_5,但成交量开始萎缩,由 Q_4 减少到 Q_5。这是多空力量对比可能发生实质性变化的前兆,价格未来走势难以确定,投资者不应盲目追风跟进,而宜观望。

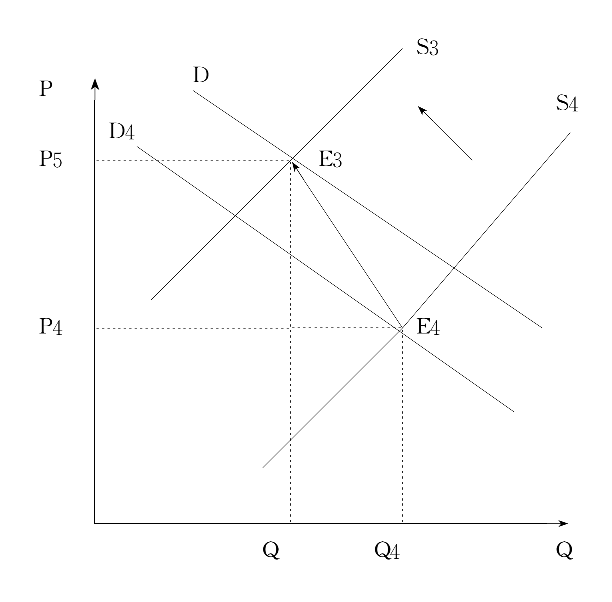


图 5.5.58　观望与多空力量对比

第五,警戒信号

价格在高价区盘旋,已难再创新高,成交量则进一步的减少,这是大势即将反转的警戒信号。如图5.5.59所示。其原因在于,供给方虽然仍对后市看好,在高成本购进的情况下希望以高价售出,供给曲线由S_5继续左移到S_6。但需求方已对后市看淡,纷纷持币观望,需求开始萎缩,需求曲线由前面连续四个阶段的持续右移转而向左移动。供求均衡点由E_5左移到E_6,成交量由Q_5减少到Q_6,价格则维持在P_5,在高价位上盘整。需求曲线的带头转向,意示着供给曲线也将转向,供求曲线均转向时,价格大势将反转,因而向投资者发出了警戒信号。多头投资者应做好卖单平仓准备,空头投资者也可做好作空准备。

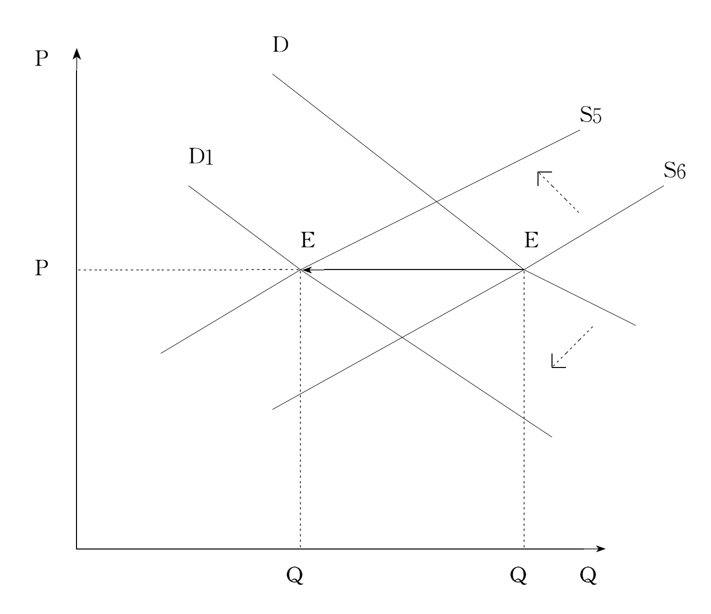


图 5.5.59　警戒信号与多空力量对比

第六,卖出信号

成交量进一步减少,价格终于从高价盘旋中调头向下,呈现量价同降的局面。如图5.5.60所示,由于多方对后市缺乏信心,需求从D_6大幅下降到D_7,

使价格开始下降，获利的部分空方不再企望以更高价格卖出，纷纷抛盘，使供给增加，供给曲线由 S_6 转向右移到 S_7，供求均衡点由 E_6 下降到 E_7，成交量进一步萎缩，价格下降趋势启动，是极好的卖空时机。

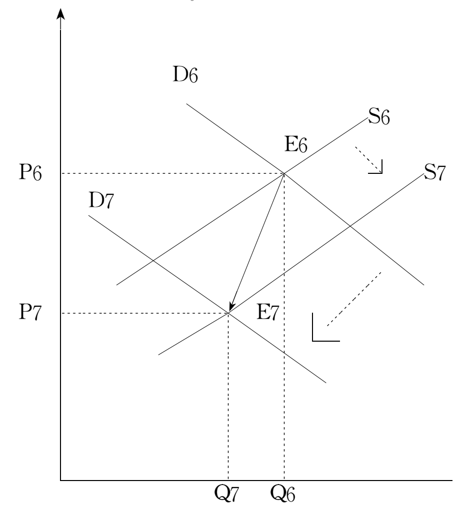


图 5.5.60　卖出信号与多空力量对比

第七，持续卖出

成交量萎缩至低水平后，不再继续萎缩，价格却急速下跌。如图 5.5.61 所示，在价格急剧下降的情况下，需求进一步萎缩，需求曲线由 D_7 左移到 D_8；空方因担心价格进一步大幅下降，纷纷降价抛空，供给曲线进一步由 S_7 右移到 S_8，供给曲线右移幅度大致与需求曲线左移幅度相当，供求均衡点由 E_7 垂直下降到 E_8，价格相应从 P_7 进一步降到 P_8，成交量则维持在较低水平不变。这通常表明价格下跌趋势仍将继续，因此，投资者应在价位小幅反弹中卖空平仓或加码放空。

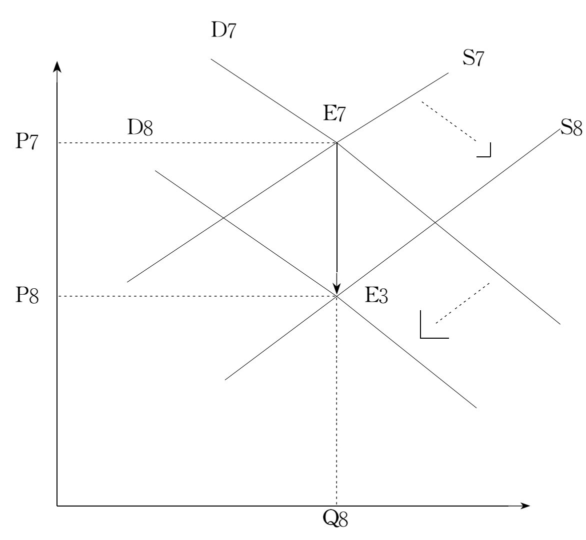


图 5.5.61　持续卖出与多空力量对比

第八，观望

特征是价格仍继续下降，但成交量开始缓慢增加，再次出现量价反向变动（负相关）局面，如图 5.5.62 所示，需求继续萎缩，由 D_8 进一步减少到 D_9；供给方在价格持续下跌的压力下，被迫大幅降价抛空，使供给曲线由 S_8 继续右移到 S_9，供求均衡点由 E_8 下降到 E_9，价格由 P_8 下降到 P_9，成交量则由 Q_8 缓慢增长到 Q_9。这种量价反向变动说明多空力

量对比可能发生实质性变化,投资者宜观望而不宜跟进放空打压。

以上八个阶段前后相连,形成一个完整的循环周期。根据期货商品量价曲线的实际变化轨迹形态,即可确定其所处阶段,并预测其未来走势,以帮助投资者把握最佳买卖时机。

逆时针量价曲线是采用移动平均价格和移动平均成交量绘制的,由于移动平均线具有时间滞后特性,因而逆时针量价曲线所提供的转向信号也具有滞后性,故不能仅凭逆时针量价曲线确定买卖时机,而应将其与另外的指标相结合,才能充分发挥逆时针量价图的作用。

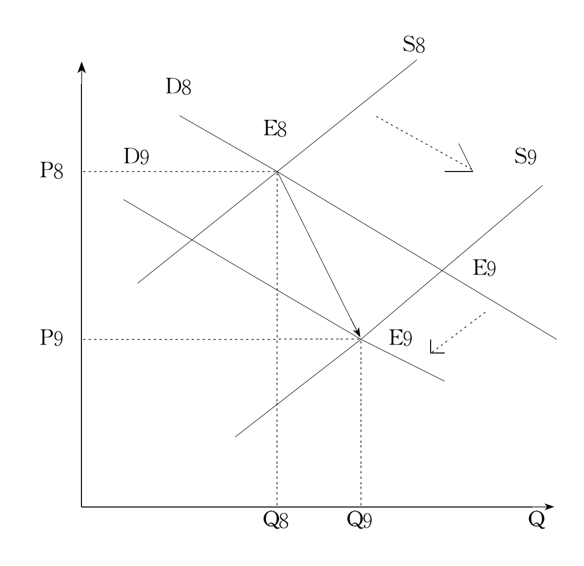


图 5.5.62　观望阶段多空力量对比

第六篇　期权交易

第　六　篇

第一章　期权交易概述

期权是期货合约选择权(Option on Future Contracts)的简称,在英文里叫 Option 是期货市场中相当流行的一种交易方式。

期权交易的历史远比期货交易更为悠久。但现代意义上的期权交易则是与期货交易紧密地联系在一起的,并且在本世纪八十年代以来取得了长足的进展。期权交易不是以商品实体或标准期货合约作为交易的对象,它仅仅表现为一种权利合约的买卖。期权交易全称是期货合约选择权交易,而期权交易是港台流行的译法,欧美国家多称其为合约选择权交易。目前,期权交易已经成为国际商品、金融以及证券市场中相当流行的一种交易方式,它是随着期货市场的不断巩固和发展而逐步走向成熟的一个具有时代特点的交易手段,它同样是市场经济发展到一定阶段的产物。

一、期权交易概述

1. 期权交易的概念

所谓期权交易,实质上是一种权利的有偿使用,买方通常按照交易双方事先在期权合约中约定的商品交割价格和特定的交货数量,以支付一定数量的保险金作为期权权利保证金,从而在一定期限内取得买进或卖出一定数量的某种特定的商品(包括实体商品、股票、证券或期货合约等等)的权利,但不负有必须买进或卖出的义务。买方在期权合约规定的交割日到来之前或在履约日之前,可有权随时决定是否履约的一种独特的交易方式。而期权交易的卖方即便是在买方可能不履约的前提下,仍然必须履行合约规定的义务。

期权交易的概念包含三层意思:

(1)选择权的内涵是:一定时间、一定价格和一定数量,逾此限度就超出了期权交易的范围。

(2)选择权的实质是权利而不是义务,一旦期权购买者购买了某项期权合约,他即拥有了该合约所规定的期权,他既可以实施也可以放弃,并且绝对不负有必须买进或卖出的义务。

(3)期权交易成立的媒介是权利金。只有买方愿让渡的权利金和卖方所能接受的期权价格相等,交易才可以成立。

2. 期权交易主体

期权交易主体,是指期权合约交易市场的参与者,它们亦通常被称为期权交易当事人。期权交易主体一般有如下几种类型。

(1)出售者。出售者是指为出卖期权交易合同的当事人,出售者因出售期权交易合约而获得期权权利金,有时(它)也将期权权利金当作押金支付给经纪人或背书人。出售者一般是大户投资者。

(2)购买者。购买者是指购入并且持有期权合约的当事人。具有行使合约的选择权利。如为买空,履行期权合约则表示商品实体或期货合约的购买;如为卖空,则履行期权合约表示商品实体或期货合约的出卖,有时购买者相机决定不履行期权合约,他只承担损失的期权权利金。期权的期权合约购买者大部分为个人或者中小投资者。

(3)背书人。期权出卖者做成期权交易之后,为了增加期权合约的信用,他(它)往往会去请较大的期货交易所、证券交易所的会员经纪商为之背书。这种背书是保证出卖者对于期权合约的履行,如果出卖者不履行期权合约,则通过背书可以保护期权购买者。这样做的结果往往是,期权合约购买者实际上是与期货交易所、证券交易所的经纪商缔结合约,而作为背书人的经纪商为了要保证期权交易履约的义务,当然也会挑选有信用的期权出卖者。因此,期权出卖者大多是大户的投资者,此外,出卖者要求背书,通常是要交出期权保证金,再存放到作为背书人的会员经纪商处。在买空场合,背书须支付的期权保证金约占期权权价 30%左右,在卖空场合,背书须支付的期权保证金约占期权权价的 25%。

(4)经纪商。期权交易的出卖者与购买者之间的交易都由 PCBDA(Put and Call Brokers and Dealers Association)的会员来介绍。在实际情况中,绝大多数情况则是由期货交易所、证券交易所会员经纪商介绍期权买卖的客户给 PCBDA 的会员。交易方式大多是前者将以一定条件卖出期权的客户介绍给后

者,而后者则是寻找合适的购买者,最后的条件则是由买卖双方协商议定。

(5)买卖转换者。买卖转换者作为期权交易当事人的职能在于调节买卖双方的供需。一般来说,期权购买者多倾向于买空期权,而期权出售者为取得较多的期权交易权利金,则多倾向于异价卖空选择交易。其结果是,卖空期权的供给太少,而买空期权的需求很多,因而买卖转换者可以自由地穿梭其间,反向调节买卖双方的供需情况。

3. 期权交易的特点

要深入地了解期权交易这一复杂的、独特交易方式。必须区分期权交易与远期合同交易、期货合约交易之间细微的区别。期权交易具有如下的特点。

(1)期权交易与期货交易和远期合同交易的标的物不同。期权交易的标的物是一种合约选择买卖的权利,它代表一种期货合约选择买卖权利的形成与转移,而期货交易的标的物是标准化、规范化的期货合约,它几乎很少涉及到实体商品的交割,远期合同交易的标的物则是代表了一定数量的具体商品(比如外汇、证券、股票、黄金、商品等等)的具体交割。

(2)期权交易与期货交易以及远期合同交易的"履约责任"在交易双方中分担有差距。在交易所内进行的期权交易,期权购买方通过付出一笔金额的期权保证金,并与出售方签订了期权交易合约后,购买方相应地就得到了一种可以随时根据市场或其它条件的变化,自由地决定履行或者不履行期货合约或商品实体售买的权利,而不必承担义务;与之相反的是,在期货交易与远期合同交易中,一旦签订合约或合同以后,即便是市场发生了巨大变化,参与交易的任何一方都不得在合约或合同的有效期内按照他(它)自己的意愿,对于已事先签订的合约或合同进行修改、放弃或立即执行,而必须在到期时候履行买卖双方各自履行其应承担的义务。远期合同交易,最后双方必须提供商品实体交割,期货交易双方如不交割实体商品的话,他们要对合约进行"对冲"

(3)期权交易与期货交易的"合约条件"的具体条款极为近似,它们与远期交易合同条款的区别是极为明显的。在交易所内进行期货期权交易时,均以交易所制定的标准化、规范化合约作为基础,这些标准合约一般对商品品质、规格、数量、交货时间、交易最小涨跌幅、交割方式和交割地点等等都作了统一规定,期货期权交易的交易双方只需就价格、合约张数进行商谈确认即可。但是,期货期权交易与远期合同交易的合同、合约条款差距很大,远期合同属于交易双方为固定购销关系、减少价格风险而由双方签订的合同,且合同非规范和非标准化,转让困难。

(4)期权交易与期货交易、远期合同交易的"风险责任与利润收益"有极为显著的区别。在期权交易中,期权购买方只承担有限的风险,他所承担的风险仅仅局限于所交纳给期权合约出售方的期权权利金(不少书中称之为保险费),一旦损失超出了期权权利金时,购买方即自动放弃他所拥有的期货合约选择权利。而在期权交易中的出售方也只有比较有限的利润收益。因为无论价格走势是多么不利,期权购买方至多丧失其所付出的期权权利金金额,而卖方则完全相反,不论价格走势对于期权出售方有利与否,他从期权购买方得到的期权权利金则是他所能获得的最大收益,这笔期权权利金也就是他因所承担的风险所获得的风险补偿或风险报酬。与此情况迥然相反的是,在期货交易和远期交易中,买卖双方的风险与收益是相当大的。理论上的合理演绎是:在价格走势出现剧烈波动情况下,买卖双方的风险和风险补偿——收益都是不可以估计和加以限制的。因而,不少行家盛赞期权交易是一种对于买卖双方都皆大欢喜的交易方式。

二、期权交易的历史功能

1. 期权交易发展史

据考证,历史上最早的期权交易萌芽于公元前1200年,当时古希腊和古腓尼基国的交易者为了应付贸易上突然的和意外的运输要求,要向大船东交付一笔保证金或者垫付资金,以便于在必要的时候有权利从大船东手里得到额外的舱位,确保交货时间及时。尽管这不同于今天的期权交易,但这种作法已经蕴含了期权交易的最初思想,并沿袭下来。

现代意义上真正的期权交易是随着期货交易的兴起和期货市场的迅猛发展而产生。

1973年4月26日,美国芝加哥期权交易所正式成立,这堪称是期货期权发展史中划时代意义的事件。这个期权交易所的正式成立,标志着以股票期权交易为代表的真正意义上的期权交易,开始进入了完全统一化、标准化以及管理规范化的全面发展新阶段。规范化、全新化的标准期权市场,吸引了大量的期权经纪商以及投资者。

期权交易在美国的迅猛发展,使之成为世界上最大的期权交易中心。美国期权交易的迅速崛起和成功,带动了世界期权交易的形成与发展。1976年2

月，澳大利亚悉尼股票交易所也开始推出了期权交易合约，1978年荷兰阿姆斯特丹期权交易所开业以后，它迅速与蒙特利尔、芝加哥、悉尼等地的期权交易所、证券期权交易所实现了二十四小时连续运转的交易体制，并且还统一了契约式样，发展了期权结算中心，同时欧洲各地也相继开展了证券期权交易。布鲁塞尔、苏黎士、巴塞尔日内瓦、伦敦国际金融期货交易所，也都争先恐后地推出了股票、债券、货币期权交易生意。而美国芝加哥期货交易所、商业交易所、纽约商业交易所则积极地把期权交易引入到农产品、能源期货之中。

目前，美国、英国、日本、加拿大、法国、新加坡、荷兰、德国、瑞士、澳大利亚、芬兰乃至香港都建立了期权交易所或交易所期权交易市场。期权交易也从最初的股票扩展到目前包括大宗商品(农副产品、金属产品)、金融证券、外汇以及黄金白银在内的近100个品种。可以这么说，几乎所有的任何形式的资产和负债都有期权交易存在。

2. 期权交易的功能

期权交易无论采取哪一种具体方式，都存在买方和卖方。对于期权购买方来说，最大特点是收益不确定，风险有界定，即期权购买者最高损失程度限定在预先支付的期权权利金在内；而对于期权卖出方而言，其目的主要是以承担风险，去获取一定的收益补偿，期权交易主要具有保值功能。

第一，期权交易的保值功能

(1)从期权购买方角度分析。购入某种商品或合约的期权，实际上可以视作为是一种对商品或合约价格波动的“保险”业务。例如，某农场主要出售一批小麦，现已是1992年12月份，按照惯例，12月份小麦是整个作物年中价格最低的时期，并且市况一般都看跌，为了防止小麦价格过低所带来的不应有的损失，该农场主决定运用期权交易来防范。其采取的交易策略如下：于1992年12月3日买入1993年3月份看跌期权合约2张，敲定价格为3.612美元/蒲式耳，权利金为35美分/蒲式耳，共计2×5000×0.35＝3500美元，同日国际市场小麦现货价格为3.715美元/蒲式耳。果如所料，到12月23日时，小麦现货价已跌为3.514美元/蒲式耳，同日，1993年3月份期货价为3.587美元/蒲式耳，敲定价格为3.612美元/蒲式耳的看跌期权价格涨为58美分/蒲式耳，共计2×5000×0.58＝5800美元，其财务结果如表中所列，该农场主通过买进看跌期权为自己的这批小麦确定了售卖价格，保值后还获小利299美元。

表6.1.1

现货市场	期货市场
1992年12月3日，现货小麦价为3.715美元/蒲式耳	买进2张1993年3月份到期，敲定价格为3.612美元/蒲式耳的看跌期权合约权利金为0.35美元/蒲式耳权利金总额为2×5000×0.35＝3500美元
1992年12月23日，现货小麦价为3.514美元/蒲式耳	卖出2张1993年3月份到期，敲定价格为：3.612美元/蒲式耳的看跌期权合约权利金为0.58美元/蒲式耳权利金总额为2×5000×0.58＝5800美元
亏损：每蒲式耳为0.201美元共亏损2×5000×0.201＝2010美元	盈利：2300美元
净盈利：299美元	

(2)从期权卖出方角度分析。假如某人拥有10张小麦期货合约，每张15000元，总值为150，000元，由于种种原因，他不想立即卖掉这些合约，但他又比较担心小麦价格下跌，他的这种预期和市场正好处在“熊市”相吻合。这时，他可以卖出看涨期权，敲定价格为每张合约100元。这样即便价格惨跌，也不会对该人造成损失，他不但可以保值而且还可收取期权权利金，可谓一举两得。

第二，期权交易的投机功能

期权交易的另一个主要功能是投机功能，下列案例可说明。

一般而言，交易客户只有在预期相关期货价格

仅会出现小幅度波动或略有下降的情况下才会卖出看涨期权;相反,只有在预计相关期货价格会保持平稳或略有上涨时才会卖出看跌期权。卖出看涨期权或看跌期权的目的只有一个,就是赚取期权权利金。对于看涨期权卖方来讲,他们最惧怕出现这样的情况:相关期货价格上涨至足以使期权买方履约的水平,或者说相关期货价格的上涨是吞没掉所卖得的权利金。对于看跌期权卖方来讲,他们最担心出现的情况是:相关期货合约价格的下跌,跌到足以使期权买方行使履约权利的水平,或者说相关期货价格的下跌足以侵吞掉全部卖得的权利金水平。综合起来看,看涨期权卖方面对的是这样一种市场分布。

下面举一个卖出看跌期权,通过投机赚取权利金的例子来进一步说明。例如,尽管芝加哥商业交易所(CME)1993年5月11日小麦期货价格呈如下排列:

表 6.1.2

时间	1993年5月	1993年7月	1993年9月
价格 (美元/蒲式耳)	3.555	3.312	3.115

但农场主约翰逊还是认定:小麦期货价格在5、6、7月份的价格保持平稳或上涨的可能性还是有可能出现的

据此,他在期货市场进行如下操作:卖出10张8月份小麦看跌期权合约,敲定价格为3.421美元/蒲式耳,权利金收入为0.45美元/蒲式耳,共卖得权利金:5000×0.45×10=22500美元。此时小麦的现货价格为3.535美元/蒲式耳,若到5月份,市场状况的变化如下:

(1)小麦现货价格上涨,如达到3.535美元/蒲式耳,则敲定价格为3.421美元/蒲式耳的期权买方不会要求履约,他会让该笔期权自动作废,约翰逊投机后的收入为期权权利金——22500美元。

(2)若小麦现货价格与敲定价格一致,也为3.421美元/蒲式耳,则买方履约不履约,对约翰逊毫不影响,他也是得到了全部权利金——22500美元,则约翰逊通过期权交易投机成功。

第三,期权交易功能与期货交易功能的比较

期权交易与期货交易都具有保值和投机的功能,但是这两种功能发挥的程度由于各种因素的影响,在具体表现上有相当显著的差异。弄清楚这些区别,对于任何一个需要进行价格风险防范的生产厂商或进行投机套利的投机者来说,可以根据实际需要,慎重地选择期货交易和期权交易。

(1)杠杆作用程度不一样。所谓杠杆作用是指投资市场上收益占投入资金的比率(类似于股票市场中的本益比),即每投入一元资金所取得的盈利究竟是多少,这实际上与证券市场投资收益有相同的含义。购买期权合约的最高资金投入限定在保险费(期权权利金)支出以内,而在期货交易中相同的收益所支付的投资,多于期权交易的投资即期权交易收益大于期货交易。举例说明,某投资人有现金1,000,000元,当时的AXP公司股票每股市价为100元。而期货交易保证金总在10%左右,题中假定为10%,该投资人购入3个月多头股票,则他可购入100,000股。如果投机者不作期货交易头寸,而是购买该种股票3个月看涨期权,期权敲定价为100元,期权权利金为4元/股,则他可做250,000股的期权交易。当该股票市场价格上涨至每股120元,在不考虑佣金因素条件下,该投资者购买期货头寸可盈利2,000,000元。而他购买期权盈利额高达5,000,000元。大多数情况下,期权交易的杠杆作用大于期货交易的杠杆作用使用期权交易一定要慎之慎之。

(2)损失限定不一样。如果预期的商品或资产价格出现相反的变化,期权投资的购买者最大的损失限定在期权权利金的支出上,而期货交易直接头寸投资面临的损失远远大于期权权利金损失。特别是卖出期货空头,在价格面临上涨的情况下,投资人的损失是没有限定的,并且常常需要空头忍痛补仓,即在空头快要到期时不得不忍痛以较高的价格补回其已抛空的头寸。可见,期货交易损失比期权交易更大,购买者要细加思考。

第四,慎重地选择风险对冲策略,交替搭配使用期货、期权交易方式

期货交易和期权交易并不是互相排斥的,它们在实践可以交替搭配使用,从而达到保值或投机的最终目的。现实生活中,经常的例子是:采用保证金投资某种商品或资产的期货交易头寸,在价格骤然出现较大幅度的反向变化时,投资者要承担极其巨大的风险。但如果投资人在买卖期货交易头寸的同

时,做一笔相反的期权交易,则可以辅助期货交易的风险对冲,以较小代价限定期货交易头寸的风险与损失。例如,投资人预期某商品的价格可能上涨,欲做“多头”买入该期货合约以期获利。但是如果价格没有上涨反而骤然下跌,他就会蒙受巨大的损失,损失的程度难以预估。在此情况下,他可以在多头买入期货合约的同时,购买该商品的看跌期权,一旦价格真的下跌,他在多头部位上的期货合约损失可以由期权权利金来弥补一部分,从而协助了期货对冲。而价格真如其所料,价格狂涨,该投资者可以坐享其利。同理,卖出期货空头与买入看涨期权并用,也可起风险对冲的相同效果。

期货市场的发育为期权交易的产生和发展奠定了基础,但反过来,期权交易的产生和发展为投机套利者、生产厂家进行套期保值、防范价格风险提供了更多的选择工具,进一步丰富了期货市场的交易内容。特别在价格风险防范的损失限定上,以及到期交割与否的灵活选择上,期权交易明显优于期货交易。

三、期权合约与分类

1. 期权交易合约的基本要素

所以,期权合约的基本要素大致有如下几个要素。

第一,期权合约的敲定价格

敲定价格也常常在期货期权交易中被称为协定价格或履约价格,它是指期权合约交易双方在签订期权合约时就已敲定的合约价格或商品价格。期权合约持有者在行使权利时,即按这笔期权交易的敲定价格买入,卖出合约或商品。期权合约价格一旦确定即不可更改。在一般情况下,当商品或期货市场正处于“牛市”时,该合约的敲定价格应比当时的市场价格略为高一些,反之则当市场处于“熊市”之时,敲定价格也就比当时市场价格略低些。

第二,期权合约中商品和数量

期权合约所涉及的上市商品与期货商品很有相似之处,一般都是选取价格变动频繁,价格波动起伏比较大,且难以把握走势的商品,期权商品可以是农产品,黄金、白银、也可以是外汇、债券、股票,甚至可以是利率指数、股票价格指数、市场价格指数等等。每张期权合约规定的商品数量因地而异,如股票期权在美国规定为每张合约为 100 股,而在澳大利亚股票期权合约每张为 1,000 股。

第三,期权合约有效期限

不同的商品在不同地点的期权交易有效期限是不一样的,期权交易一般不得达到 9 个月,多是 3 个月或 6 个月合约。美式期权合约可以是签约日至到期日期间随时行使权利;欧式期权合约必须在到期日才能行使期权权利。

第四,期权交易的地点

期权合约交易范围、地点比期货合约交易宽阔一些,期权合约交易在有组织的商品、证券交易所进行,也可以场外交易市场上进行。交易所内采用类似于期货合约的标准化期权合约。而在期权的场外交易中,往往是期权交易双方通过协商来确定。值得注意的是,能作期权交易的商品不是都能在期权交易所内进行交易。

第五,期权交易权利金(保证金)

它亦被称为期权权利保障金或者期权权价,它是期权的特殊价格是期权的购买或销售价格。期权购买者在购买期权时,必须支付给期权出售者一笔权利金,以换取期权所赋予的权利。期权权利金是合约中的唯一变量,其高低取决于整个期权合约、期权到期月份,及所选择的履行价格。

第六,通知日

在期货期权的买方要求履行期货期权合约时,必须在预先确定的合约到期日前的某一天预先通知结算所,再由结算所通知相应的期货期权的卖方,这一天就称为“通知日”(Notice day),也称“声明日”。关于通知日的确定,一般取决于期货期权合约的有效期长度。在实际的期货期权交易中,期货期权合约的有效期长度,最短可以是一个小时,甚至还有更短的,最长的可以是几个月,也可以更长。所以,通知日的具体确定是很复杂的,应具体而论。

第七,到期日

也称“履行日”(Exercise day),是指期货期权合约必须履行的这一天,它是期货期权合约的终点。它一般是先于期货合约交割月份的某一具体日期。

2. 期权合约的分类

第一,按购买者权利来划分

按期权购买者的权利来划分,期货期权和现货期权一样,主要具有以下三种形式:看涨期权(Call Options)和看跌期权(Put Options)以及双重期权。

(1)看涨期权。所谓看涨期权,是指期货期权的购买者享有在规定的有效期限内按某一具体的履约价格买进某一特定数量的相关商品期货合约的权利,但不同时负有必须买进的义务。

看涨期货期权又称买权、买入选择权、延买期权等。有的干脆简称涨权。

（2）看跌期权。所谓看跌期权，是指期货期权的购买者享有在商定的有效期限内按某一具体的履约价格卖出某一特定数量的相关商品期货合约的权利，但不同时负有必须卖出的义务。

看跌期权又称卖权、卖出选择权、延卖期权等。有的干脆简称跌权。

（3）双重期权。所谓双重期权，是指期货期权的购买者既享有在规定的有效期限内按某一具体的履约价格买进某一特定数量的相关商品期货合约的权利，又享有在商定的有效期限内按同一履约价格卖出某一特定数量的相关商品期货合约的权利。这种期货期权实为在同一价格水平上看涨期货期权和看跌期货期权的综合运用。在使用这种期货期权时，期货期权的购买者一般相信市场会出现大幅度的波动，因而购入这种期货期权，就可以不管市场是大幅度上升还是大幅度下降，都能处于有利的市场位置。至于期货期权的卖方则相信市场价格的波动幅度不会很大，因而售出这种期货期权。

第二，按交割时间划分

（1）欧式期权。它实际上是指期权合约的购买方，在合约到期日才能按期权合约事先预定的敲定价格决定其是否履约的一种期权。

（2）美式期权。它实际上是指期权合约的购买方，在期权合约的有效期内的任何一个时间，按照期权合约事先约定的价格决定是否履约的权利。

第三，按期权内涵价值划分

（1）两平期权。又称等价期权、平价期权。它是指看涨期权或者看跌期权合约的敲定价格加上期权权利金，等于（或者非常接近于）相关的期货合约当时的市场价格时，这一看涨期权或者看跌期权被称为两平期权。

（2）实值期权。又称为优价期权、有价期权盈权。它是指具有内涵价值和可能在日后履行时获利的期权。当看涨期权的敲定价格与期权费之和低于相关期货合约当时的市场价格时，则该看涨期权具有内涵价值；而当看跌期权的敲定价格与期权费之和高于相关期货合约当时的市场价格，则该看跌期权具有内涵价值。这也就意谓着，在以上两种条件下的期权交易具有“实值”，而且日后获利的可能性极大，故称之为“已到价期权”。

（3）虚值期权。又称为劣期权、无价期权失权，它是指不具备有内涵价值的期权。即当敲定价格与期权费之和高于当时期权价格的看涨期权，或者说敲定价格与期权费之和正好低于当时期货价格的看跌期权。这两种条件下的期权与所述的实值期权的概念正好相反，它们不具备实值价值，故亦称虚值期权或“未到期期权”。

第四，按交易品种划分

（1）外汇期权。外汇期权（FOREIGN EXCHANGE OPTION）又叫货币期权（Currency option）是外汇交易双方根据标准化合约，买方买入在一定期限内可以按协定汇率向卖方购入或卖出一定数量外汇的权利，卖方收取期权费，并有义务应买方要求卖出或买入该笔外汇。期权的买方获得的是一种权利而不是义务，可以使其到期作废，损失的只是预付的保险费。

（2）股票指数期权。美国于1983年据出了股票指数期货的期权交易，它的出现既弥补了原来股票指数期货交易的不足之处，又保持了期货本身的许多优点。

由于股票指数期货合约的价格是以点数表示行市（如美国综合股票指数期货合约每点以500美元为计算单位），所以其期权合约的价格也是以点数来衡量的，这与股票期权直接以货币表示有很大差别。如协定价格为150的纽约证券交易所综合股票指数期货合约的3月份保险金的点数为6.75，则这份协定价格为150的合约的保险金为3375美元（6.75×500）。

（3）利率期权。利率期权同样是一种权利，而不是一项义务，购买者在指定的日期接受或付出某一约定的协定利率。如果投资者预期利率下降，期货市场价格提高，他会考虑购买一个利率买入期权。相反，如果借款人预期利率上升，期货市场价格下降，而购买一个利率卖出期权，可从中获利。期权购买者要付给期权出售者一笔期权费，即保险金，同任何市场价格一样，其数额的大小由市场供求关系决定。

第一个把期权交易运用到银行票据期货市场上的是澳大利亚的悉尼期货交易所。随后，期权交易被世界上许多交易所广泛采用，其中以美国期权交易发展最为迅速，影响力也最大。美国芝加哥交易所于1982年10月1日率先推出长期债券期权；美国股票交易所于1982年10月22日推出了中期债券期权，1982年11月5日又推出短期债券期权。

四、期权价格制定及交易战略

1. 期权价格的制定

期权价格或期权费可用不同方法表示出来，一般是按单位计算，比如一笔英磅期权交易的期权费

为每磅0.05美元，某股票期权费为5美元/股，或者玉米期权费为每蒲式耳0.35美元。期权费作为合约选择买卖的价格，被西方学者认为是由市场供求决定的，即由对期权合约的供求数量决定的，它反映出期权买卖双方对这一权利的价值判定。从理论上看，期权的价值由两部分价值组成，即内在价值和时间价值。

第一，期权内涵价值(内在价值)

期权内涵价值，亦称内在价值。它是指立即履行期权合约时可获得的总利润，它反映了期权敲定价格和该商品或相关期货合约市价的关系。比如，一个玉米期权合约敲定价格为3.05美元/蒲式耳，而实际市价为3.55美元/蒲式耳，其期权内涵价值为0.50美元/蒲式耳；当市场价格等于敲定价格时，内涵价值为零；简言之，无论是看涨期权还是看跌期权，当期权处于有利价时，它具有内涵价值。反之则不具有内涵价值。

(1)决定期权内涵价值的主要因素。

①敲定价格状况。看涨期权敲定价格越低，期权也就越易于转向有利价，使其对看涨期权需求增加，因此，期权购买方会在讨价还价中与卖出方用较高期权价购入。同样的道理，看跌期权敲定价越低，可能达成的期权价格越低。

②商品市场价格状况。在商品市场处于“牛市”时，看涨期权易转向有利价，而看跌期权则易于移向无利价，从而导致看涨期权价格上升，看跌期权价格下跌。相反的情况却是，在商品市场处在“熊市”时，看涨期权价格下降，看跌期权价格上升。

(2)期权的Delta和Gamma值。Delta和Gamma是期权权利金或期权价格中的两个敏感性程度。Delta用于衡量当每一单位相关期货合约价格变动时诱发的期权价格变动率，$0<\text{Delta}<1$，Delta为1的含义意味着期货价格随商品市场价格提高而成等比率增加，Delta值越接近于1，表明期权越处于一个极有利的价位。Gamma则是衡量每一单位商品或相关期货价格变动所诱发Delta变化的变动幅度。

第二，期权时间价值

期权价格另一个构成部分是时间价值。时间价值是指当期权买方希望随着时间的延长，相关期货价格的变动有可能使期权增值时乐意为购买这一期权所付出的期权权利金金额，它还可以表现为期权卖方所乐于接受的期权售价。通常决定期权时间价值的主要因素有：

(1)剩余有效期。如果其他条件不变，当期权价格临近到期日时，其时间价值衰减速度加快。这主要是因为可以导致期权转向有利价的时间不多。而到期日期权也就不再存在时间价值。此时说期权仍有价值的话，那也就只剩下内涵价值。而这期权价值随着到期日的临近而出现的衰缩率可以用θ值表示。θ值实际上表示时间衰减图中曲线下降幅度，许多期权交易者在卖出期权时用θ值来估计可能产生的潜在利润，而期权交易者买入期权时用θ值表示由于时间衰减而可能招致的风险程度。

(2)市场价格波动幅度。商品或期货市场价格的波动不仅直接影响到期权的内涵价值，也影响时间价值。期权交易中须慎重地考虑日价格的波动。当商品或相关期货价格波动幅度增加，那就会相应地增加期权价格水平。因为价格波动幅度越大，市场价格将该期权推向有利价的可能性也就越大，期权买方也更乐于接受卖出方提出更高的期权价格。

第三，期权价格模式

(1)影响期权价格的主要因素。影响期权价格的主要因素有5个，下面我们试以股票期权为例来讨论这5个因素。在讨论某一个因素时，我们均假设其他因素不变。

①基础资产当前价格与协定价格之差。当股票期权被执行的时候，期权带来的盈利是股票市场价格超过期权协定价的部分(看涨期权)或其负数(看跌期权)。因此，对看涨期权而言，股价越高而协定价格越低，期权越是有利可图，从而期权价格越高；看跌期权则正好相反，股价越低、协定价越高的期权越昂贵。

②期限。在考虑期权的期限长短对期权价格的影响时，我们要区分一下美式期权和欧式期权。美式期权的期限效应比较简单，无论是看涨或看跌期权，期权价格与到期日远近呈正相关。这一点可以这样解释：假定有两份到期日有差异的期权，由于美式期权购买人在到期日前任何一天都可决定执行期权，因此，期权出售者在到期日前的每一天都承担着由于基础资产价格变动而使期权持有人决定执行期权的风险，到期日越远，对期权持有人而言机会越多，而对期权出售者来说则是风险越大，期权价格作为对出售者承担风险的补偿，就应该蕴含更高的时间价值。故期权价格应随期限长短而作同方向调整。

欧式期权则要复杂一些，因为它无论期限长短，对期权持有人来说，执行的机会都只是到期日的那一天。例如，有两份看涨期权，其中一份在1个月之后到期，另一份在6个月之后到期。虽然说作为标的

物的股票在6个月内暴涨(对持有人有利)的概率一定比1个月内大,但我们无法断定股票在6个月后的那一天暴涨的概率比1个月后那一天大,也很难说6个月后的股价超过协定价的幅度会大于1个月后的股价超过同一协定价的幅度。甚至我们还可以举出反例,如果某种股票预期在6个月之后有一次分红,从而6个月后股价会有一次下跌,此时,1个月的期权价格反应高于6个月的期权价格。

③基础资产价格的稳定性。基础资产的价格是否稳定或是否易变决定了我们对未来价格变化的把握,其具体的衡量指标通常是用价格的方差或标准差。如果一种股票的价格非常不稳定,易变性很强,那么这种股票的暴涨暴跌的可能都很大。对股票持有人来说,暴涨暴跌的结果可能会正好抵消,但对期权持有人来说,情况就迥异了,例如,股票价格暴涨能给看涨期权持有人带来巨额利润,但股价暴跌却不会对他造成什么损失,因为最坏的结果也就是放弃执行而损失一笔已付的期权费。因此,基础资产价格越是不稳定,期权持有人的损失可能性和损失上限不变,而盈利的可能性和上限却提高了,而对期权出售者而言,出售这样的期权被执行的可能性较大,潜在的或有亏损更高,故须以较高的价格出售期权来抵偿自己承担的风险。

④无风险收益率。在不用数学工具的条件下看无风险收益率的影响不是那么显而易见。股票作为一种有风险的投资方式,其平均收益率是在无风险收益率的基准上加上风险溢价,因此,无风险收益率上升后,股票总体价格增长率也应该上升。同时,期权持有人未来从期权得到的各种收益在上升后的无风险收益率贴现后下降了。这两方面的因素都会使看跌期权的价格下跌,但它们对看涨期权价格的影响是相互矛盾的:股票价格增长率的上升应使看涨期权变贵,而期权收益现值的下降又会降低它的价值。可以证明,第一个因素总是能盖过第二个因素,也就是说,无风险利率的上升将提高看涨期权的价值。

需要指出的是,我们在讨论各个因素的影响时,总是假定其他因素不变,但事实上利率变动(上升或下降)时,会马上给股价带来冲击(下降或上升),从而又影响期权价格。因此从一般均衡的角度来考察利率变动对期权价格的影响时,不仅要考虑直接效应,还要考虑间接影响。

⑤分红。分红将使股票在除息日之后价格下降,因此对看跌期权是好消息,而对看涨期权则是坏消息。所以,看涨期权的价格与预期分红的数额负相关,看跌期权的价格与之正相关。

上述分析列成表可一目了然(见表6.1.3)。

表6.1.3 影响期权价格的因素

变量	欧式看涨	欧式看跌	美式看涨	美式看跌
股票价格	+	—	+	—
协定价格	—	+	—	+
期限	?	?	+	+
价格稳定性	+	+	+	+
无风险收益率	+	—	+	—
分红	—	+	—	+

(2)布莱克——斯考尔斯公式。1973年,两位伟大的金融理论和实务家,布莱克(F. Black)和休尔斯(M. Scholes)在他们的著名论文“期权定价与公司债务”中成功地解决了期权的一般定价公式。

最基本的布莱克—休尔斯公式假定期权的基础资产现货价格的变动是一种随机的“布朗运动”(Brownian Motion),其主要特点是:每一个小区间内价格变动服从正态分布,且不同的两个区间内的价格变动互相独立。则欧式看涨期权的价格(C)可通过以下公式计算得出:

$$C=SN(d_1)-Ke^{-rT}N(d_2)$$

其中,

$$d_1=\frac{\ln(S/K)+(r+0.5\sigma^2)T}{\sigma T0.5}$$

$$d_2=\frac{\ln(S/K)+(r-0.5o^2)T}{\sigma T0.5}=d_1-\sigma T0.5$$

上式中N(x)代表标准正态分布的累积概率分布函数(即某一服从正态分布的变量小于x的概率)。

欧式看跌期权(p)的定价为：

$$p=Ke^{-rT}N(-d_2)-SN(-d_1)$$

我们举例来运用布莱克—休尔斯公式进行期权定价。假定有个6个月期限(T=6)的股票看涨期权需要定价。现行的股价(S)为100美元,股票收益率的年度标准差(σ)为50%,期权的协定价格(K)为100美元,无风险收益率(r)为年率10%。据公式算得：

$$d_1=\frac{\ln(100/100)+(0.10+0.5\times0.25)\times0.5}{0.5\times0.707}=0.318$$

$$d_2=0.318-0.5\times0.707=-0.0355$$

查找标准正态分布表可得：

$$N(d_1)=0.6236$$

$$N(d_2)=0.4859$$

代入公式可得：

$$C=100\times0.6236-\frac{100}{e0.1\times0.5}\times0.4859=16.14(\text{元})$$

斯考尔斯和另一位经济学家默顿因为对期权定价公式的贡献而获得1997年度诺贝尔经济学奖,布莱克不幸于1995年逝世。

2. 期权交易战略选择与案例剖析

第一,买入看涨期权

由于看涨期权赋予购买方在既定敲定价格水平上购入相关期货合约的权利,看涨期权购买方确信相关期货价格将会涨至弥补其为购买看涨期权所付出的期权权利金。在某些情况下,交易者购入期权倒不一定是出于投机目的,而只是通过买入看涨期权为其日后将要购入的现货商品确立一个最高价格水平或者用来对冲空头期货部位。我们可以通过一个实例来说明。

黄豆粕制造商预计,在今后晚些时候要收入豆粕,但他担心的是,购入豆粕之前,豆粕价格在下跌,而今后的走势又可能会上涨,豆粕制造商欲采取临时性保险措施以防止豆粕价格突然上涨所引起购买费用大大超出预算,但是他又不想放弃豆粕果真持续下跌而带来好处。于是,为防止豆粕上涨,同时又不排除在豆粕价格果真继续下跌时,他可能捞点好处,他决定买入豆粕看涨期权。现假定5月份时豆粕价格为148美元/吨,豆粕商以15美元/吨的期权费购入一张敲定价格为165美元的9月份到期看涨期权合约。而在8月份,豆粕果然涨至163美元/吨,但豆粕商估计豆粕仍未涨至顶点,今后还会大涨价,于是他以31.5美元的权利金卖出一张敲定价格为165美元的9月份到期看涨期权合约,以对冲期权部位。通过这一买卖过程,他在期权交易中获利16.5美元,得到这笔款项足以最大限度地弥补他在现货市场中购入豆粕时而价格上涨所支付的购买费用增加,并略有盈余(1.5美元)。

表6.1.4

现　　状	期　　货
5月份现货豆粕148美元/吨	5月份买入一张9月到期,敲定价格为165美元的看涨期权合约。价格:15美元/吨
8月份买入现货豆粕163美元/吨	8月份卖出一张9月到期,敲为价格为165美元的看涨期权,价格为31.5美元/吨
结果:亏损(每吨)15美元	获利16.5美元/吨

这一交易战略主要优越性表现为:豆粕商可以通过买入看涨期权,有效地防止可能出现的豆粕价格上升所导致的购买预算增加,该豆粕商选择是很明智的,如果现货价格下跌的话,豆粕商可以较低价格购入豆粕现货,而任其买进的看涨期权作废,或将期权转卖赚取时间价值,他为制定这一价格保险付出的最大代价仅是其为买入该笔看涨期权而支付的权利金。

第二,买入看跌期权

在许多情况下,交易者也可能通过买入看跌期权为日后将要卖出的现货商品固定一个价格下限或者对冲多头期货部位,下列情况可以说明利用看跌期权防止相关市场价格下跌引起的损失。

如上例中的豆粕制造商急于处理其库存豆粕因为豆粕供应量太大了。5月份时,豆粕价格为148美元/吨,该豆粕商担心还下降,竞争对手可能利用原料豆粕价格下降之机,推销库存,于是他以6美元/吨的权利金买入一张9月份到期,敲定价格为128美元/吨的看跌期权,而在8月份,豆粕价格实际已跌至138美元/吨,于是该豆粕商以15美元/吨的权

利金卖出9月份看跌期权合约,每吨获利9美元(15—6),他可利用看跌期权有效地与对手竞争,例如豆粕价格上升,豆粕商可任其买入的看跌期权作废或对冲手中的多头看跌期权部位以获取可能出现的时间价值,他为此采用此项措施付出的最大代价只是买入看跌期权付出的权利金。

表6.1.5

现　　状	期　　货
5月份现货豆粕148美元/吨	买入一张9月到期,敲定价格为128美元的看跌期权合约。价格:6美元/吨
8月份买入现货豆粕138美元/吨	卖出一张9月到期,敲定价格为128美元的看涨期权,价格15美元/吨
结果亏损10美元/吨	获利9美元/吨

第三,卖出看跌期权和看涨期权

交易者卖出看涨期权或看跌期权,本意只是为赚取期权权利金。一般而言,交易者只有在预计相关期货价格出现小幅度波动或略有下跌情形之下才会卖出看涨期权,只有预计到相关期货价格仅会保持平稳或略有上涨时才会卖出看跌期权,见表6.1.6。总之,对于看涨期权卖方来讲,他们寄希望于相关期货价格不会上涨至使期权购买方行使履约期权的水平,或者即使相关期货价格上涨,上涨幅度也不要超出他们收取的权利金水平;然而对于看跌期权卖方而言,他们寄希望于相关期货价格不会下跌至使期权买方行使履约的水平,或者即使相关期货价格下跌,下跌幅度也不要超过期权权利金。

表6.1.6　期权买卖双方对于相关期货市场预测

交易双方	看涨期权	看跌期权
购买方	看涨(牛市)	看跌(熊市)
出售方	持稳或略有疲软	持稳或略有上升

第四,期权套期图利

期权套期图利是指利用期货或现货部位,同时买入和卖出一张或更多的期权合约。由于同种或者相互关联的商品,但不同交割月份的两张期权合约趋于同方向运动,套利交易可以提供在价格出现始料未及的逆转或者剧烈波动时起到一种价格保护的作用,原因非常简单,套利交易中亏损的一方可以由盈利的一手或多或少地弥补。例如,假定由于价格上涨使套利交易的卖空合约出现亏损,则买空合约则会有所获利。

期权套利按照其实现方式可分三种,即:期权垂直套利、期权水平套利和期权转换套利。①期权垂直套利可以将风险和收益限定在一定范围之内,其交易方式表现为按照不同的敲定价格同时买入和卖出同一到期月份的看涨期权或看跌期权,当交易者预期行市看涨时运用买空套利,反之在行市看跌时运用卖空套利。②期权水平套利是指期权交易者利用不同到期月份期权合约的不同时间期权费衰减,进行的期权套期图利活动。例如,某期权交易者在买进看涨期权或看跌期权的同时,按相同期权敲定价格,但不同到期月份卖出同一类型的期权合约,由于近期期权的时间衰减速度快于远期期权的时间衰减速度,所以期权交易者在卖出较近期期权的同时,买入较远期权合约。明智的期权交易者,在预期长期价格稳中趋涨时运用看涨期权水平套利,而在长期价格稳中趋疲时运用看跌期权水平套利。③转换套利,是指期权交易者利用期权价格与期货价格的差额进行套期图利。其中转换套利又有两种形式,包括正向转换和反向转换套利。正向转换套利通常是指交易者买入一个看跌期权,卖出一个看涨期权,再买入一手

期货合约，看跌期权和看涨期权的敲定价格和到期价格都相同，在价格上应尽可能接近期权敲定价格。在此条件下，假如期货价格接近期权敲定价格。假如期货价格在到期日之前高于期权敲定价格，则期货期权转换套利者的空头看涨期权将被履行，并自动地与交易者多头期货部位相对冲，多头看跌期权可任其作废。若合约到期前期货价格低于看跌期权的敲定价格，则多头看跌期权将会被履约，并且自动地与多头期货部位对冲，而空头看涨期权可以任其作废。

反向转换套利交易包括买入看涨期权、卖出看跌期权，再卖出一手期货合约。其中，看跌期权与看涨期权的敲定价格和到期月份都是相同的，期货合约的到期月份与期权月份相同，在价格上则应尽可能地接近期权敲定价格。在些条件下，假如期货价格在到期时高于期权的敲定价格，空头看涨期权将被履约或行使，并且自动地与期权期货转换套利者的空头期货部位对冲，空头看跌期权则任其作废。假如期货价格在到期时仍低于期权敲定价格，空头看跌期权将被行使，并且自动地与交易者的空头期货部位相对冲，多头看涨期权则任其作废。

第二章　可转换公司债券

一、可转换公司债基础

1. 可转换公司债的一般概念

第一，什么是可转换公司债券

(1)五种金融工具。在资本市场中，有许多金融工具(Financial assets)，大体上可以分为五大类：

一类是直接权益求偿权(direet equity claim)，代表了所有权，包括股票，以及可以用来购买股票的认股权(warrants)和选择权(options)。认股权与选择权可以让所有人在未来以既定的价格购买特定数目的股票。每份认股权通常转换为一股普通股，本质上属于长期投资，选择权则通常以100股为单位，本质上属于短期操作。

二类是间接权益(indirect equity)，是将资金投入共同基金等投资公司中。投资公司汇集许多投资人的资金，用以投资股票或其它投资组合。

三类是债权人求偿权(creditor claim)，是由金融机构、公司或政府所提供的负债工具。这类金融工具的报酬率通常都已经事先设定，但是实际的获利率则可能随着市场的状况而有所变动。它包括储蓄帐户、货币市场基金、商业本票、国库券、债券(普通债券及可转换公司债券)等。

四类是优先股(prefered stock)，包括普通优先股和可转换优先股。这类金融工具是权益求偿权与债权人求偿权的混合体。

五类是商品期货(commodity future)，包括小麦、玉米、大豆、铜、国库券或外汇等金融工具，种类繁多。它是在未来以既定价格买卖某种商品的契约。

由此我们可以看出可转换公司债券在金融资产种类中的地位，并可以得出这样的结论：可转换公司债券是指在发行时标明发行价格、利率、偿还或转换期限，持有人有权到期赎回或按规定的期限和价格将其转换为普通股票的债务性证券。可转换公司债券归入负债工具一类，属于债权人求偿权，但它转换为股票，则就归入直接权益求偿权。要理解可转换公司债券这一介乎股票与债券二者之间的混合型金融工具，首先要弄清债券与股票的相同点，尤其是各自的特征，以及可转换公司债券是如何产生的。

(2)债券与股票的相同点。

①债券和股票都可以在证券市场上转让或买卖，并有市场价格。在还本期限到来之前，如果购买者需要资金必须转让或买卖，同样，股票所有者为了变现或取得投机效益也必须在市场上买卖。债券股票市场上的交易价格不同于面值，它主要取决于证券的预期收入和银行存款利率两个因素，此外还受政治、经济、心理等方面的影响。

②债券和股票的价格都是资本化了的收入，债券、股票都属于虚拟资本。

债券和股票不是劳动产品，没有价值，之所以有价格，是因为股票、债券的卖出等于出让了借此领取债券利息和股票股息的权利，能给人们带来收入。但是，它们并不能在生产过程中发挥实际资本的作用，故它们是虚拟资本。

③债券和股票的交易都具有双重作用。债券、股票交易既可以给债券、股票投资者提供变现的方便，又可以传递市场和企业的信息，引导资金的合理流向，有利于产业结构的调整和资金市场的培育。但由于股票价格易受国内外政治、经济因素的影响而大起大落容易为各类投机提供方便，引起市场上的虚假需求和混乱局面。

债券是代表借入资金，发行债券的公司必须有偿还债务的能力。当发行公司销售债券后，它就是向债券购买者借入了资金，而债券本身也就是一种债务的正式凭证。每一张债券是发行公司对债券持有者的一种契约，它必须依照面值按时归还本金，也必须自发行之日起至收回债券之日为止，按期支付定额利息。

(3)可转换公司债券的产生。债券与股票的差别之一就是，一个人购买发行所发行的股票，实际上就等于购买了发行公司的一部分产权；而购买发行公司的债券，则是将他的资金借贷给了发行公司。股东依据拥有股份的多少而从公司的利润中获得股息，而公司债券持有者只有从他的投资中获得利息，以作为他固定的投资报酬。

债券与股票的差别之二就是，如果发行公司经营业绩好，能获得短期经营利润，那么股东就可以分享实际的利益，因为这时的股票价格必定上升，红利也较高。而债券持有者却不敢有这种奢望。因为公司经营的好坏，一般都不会影响到债券持有人的利益，债券价格是很少变动的。当然，公司债券的投资与股票相比相对安全，因为债券构成了公司债务的一部分。假如公司经营不善而宣告解散，那么其资产分配顺序是公司债券所有者，其次是优先股股东，最后才是普通股股东。

但是债券也有它的局限性。从公司财务的观点看，债券与股票相比就具有一些缺点。债券的利息是固定的，不管公司经营情况如何，利息到期是必须支付的。普通股股东只是在公司赚钱的时候才获得股息的支付，而且对于公司极少有束缚性。利息的支付属于公司费用科目，在支付所得税之前，要从公司收益中扣除，而股息是从支付税金以后的公司净利中分配给股东的。

鉴于上述债券的局限性，因而，经投资银行专家的研究，为了引起投资者更多的关注，在发行公司信用债券的时候，附上一个转换的条款，这样，一个新的金融工具——可转换证券（Convertible security）便产生了。与股票相联的、可于日后置换股票的金融工具大致可分为两种：第一种是可转换公司债券或可转换优先股，两者笼统地讲，又可称为可转换证券（Convertible security）。转换一旦发生，原来的证券便不存在。第二种是配发认股权证的债券。与可转换证券不同的是，认股权证是可以独立交易的，其债券部分不能转化为股票，而是在债券到期日由发行人还本赎回；认股权证持有人可在一定期内行使认股的权力，以现金认股，从而增加发行企业之资本。

所谓可转换公司债券（Convertible Bond），就是根据投资者的意愿，将所持债券以市价转换为发行公司的股票，更多的则是以相应股票发行时的市价为基础，溢价转换。如果投资者行使转换权，转换后的债券持有者就变为股东，发行公司的债务栏减少，资本金栏增加。投资者也可以不行使转股权力，一直到债券期满为止。

可转换公司债券兼具债务和股本两种性质，二者密不可分。对投资者而言，该类债券提供了债券所能提供的稳定利息收入和还本保证，也提供了股本增值所带来的利益。对这类债券支付的券息或红利通常高于普通股红利收益，因而这种市场价值下跌潜在风险有限，具有固定收益的金融工具吸引了那些既渴望得到较高收益又不希望错过股票升值的潜在收益的投资者。对发行者而言，该类债券提供了在将来以高于现时股价的价格售出股票的可能性，并具有在债券转换前以低成本发行债券的吸引力。如果相应的股票价格没有达到现行的转换价格，可转换公司债券没有被转换，只要求发行人在到期日偿还发行的本金。这样，发行者的还本付息成本大大低于直接发行债券，同时有可能在股票价格下跌时以高于发行时的市场价格售出股票。所以说，对双方而言，可转换公司债券既非纯债券，亦非纯股本，而是一种混合金融工具。由于可转换公司债券具有和普通股双重特性，其价值也就是纯债券的价值加上股票部分期权的价值两部分的总和。发行者可以根据不同的市场条件和投资对象来调节这两部分的价值，达到吸引不同投资者的目的（参见图6.2.1）。

所有的可转换公司债券可按投资者的选择转换为指定数量的股票，此谓之所换股率。这一比率是在债券发行时依据由债券转换而来的股票的市价制定的债券发行时该股票的市价，而这价格通常高于债券发行时该股票的市价，高于部分即称为换股溢价。换股之权（亦称期权）通常在可转换公司债券期满前均可行使。转换时并无款项易手，而是由投资者将其转换为一定数量的股票，或持有或出售。

由于该类债券的现金流与换股和赎回模式有关而且无固定规律可循，这一金融工具和风险无法用利率和汇市管理技术来对冲。债券一旦换股，股本即得到扩大，而企业的债务即下降。由于换股期限涵盖债券的整个生命期，假定换股溢价订于合理范围内，那么该类债券在期满前转换为股票的概率就会非常的高。

总之，经过上述分析，我们可以给读者一个简要的概念，可转换公司债券的性质介于股票与债券之间，在还未转换之前，与普通的公司债券没有区别，可以坐收固定利息，一旦发行公司的可转换公司债券不可以摇身而变成股票，这就是“转换”的含义。正因为有这种特征，因此可以说可转换公司债券是兼具了债券与股票之长，在涨势中与股价连动，在跌势中则可收息保本，称得上是一种进可攻、退可守或者说，“上不封顶，下有保底”的投资工具。

3．可转换公司债券的种类

根据发行地和定值货币的不同，可转换公司债券可分为国内可转换公司债券、境外可转换公司债券、瑞士法郎可转换债券等。

（1）国内可转换公司债券（Domestic　Convert-

ible Bond)。这种可转换公司债券是在本国境内发行并且以本国货币定值的,例如深圳宝安股份有限公司1993年发行的宝安可转换公司债券就属于这种类型,它是以人民币标明面值,仅限于国内投资认购,而且仅能转换成该公司的A种股票。

(2)境外可转换公司债券(Foreign Convertible Bond)。这种可转换公司债券是指本国发行人在本国境内或境外发行的以某种外国货币标明面值的或者外国发行人在本国境内以本国货币或某一外国货币发行的可转换公司债券。

境外可转换公司债券又分为三种:瑞士法郎可转换公司债券、欧洲可转换公司债券和欧洲美元可转换公司债券。

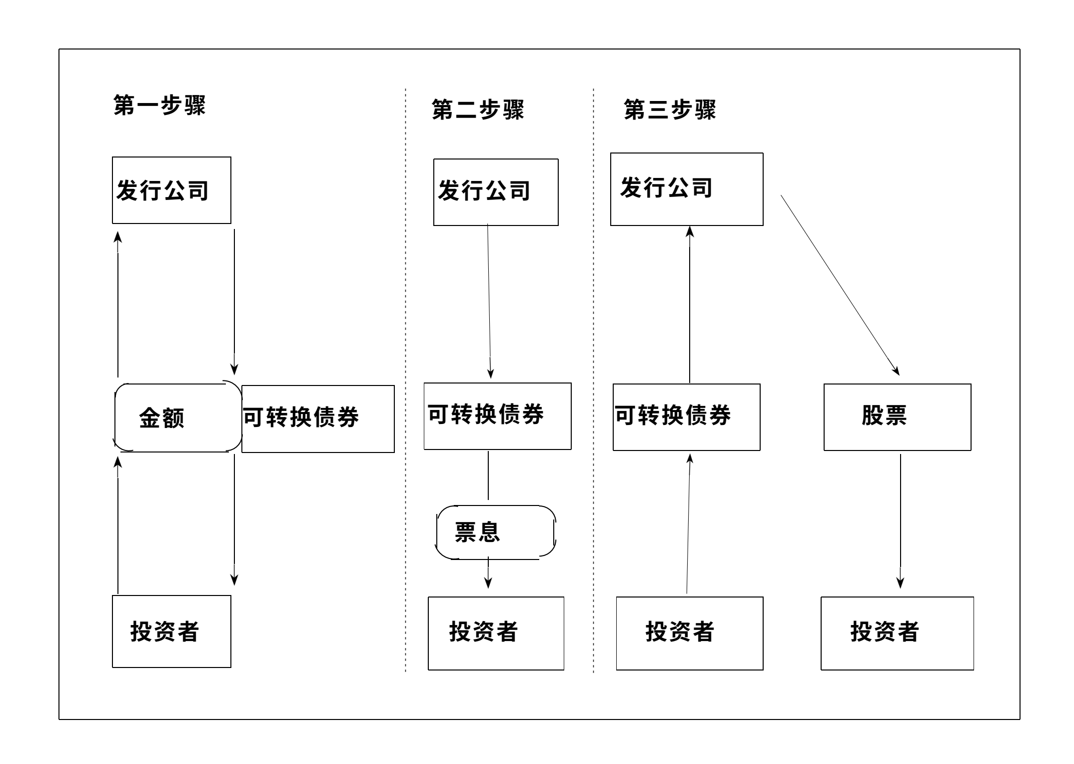


图 7.6.1 可转换公司债券原理

(3)瑞士法郎可转换公司债券。这种可转换公司债券是指以瑞士法郎定值的可转换公司债券。瑞士资本市场是欧洲债券发行公司通常的替代性市场,其安排新券出售的程度几乎和欧洲债券相同,运作方法也极类似。中国的第一例海外可转换公司债券就是瑞士法郎可转换公司债券。

中纺机发行的可转换公司债券就属于这种类型,它是以瑞士法郎标明面值,供海外投资者(主要是瑞士投资者)购买的。该债券的面值为SFr.50000,转换期限为1994年1月1日至1998年12月11日,投资者可以在此期限内任何时候将债券按每股0.43美元的转换价格(瑞士法郎与美元之间的汇率固定为SFr.1.150/USD1)转换成该公司的B种股票。

(4)欧洲可转换公司债券(Eurconvertible Bond)。这种可转换公司债券是指由国际辛迪加同时在一个以上国家发行的以欧洲货币(包括美元、英镑、德国马克、日元、加拿大元、荷兰盾等13种货币)定值的可转换公司债券。欧洲可转换公司债券有记名和不记名两种形式,不记名的债券只要持有该债券就拥有其所有权,转换起来也很方便,只要像货币那样简单地进行交付即可;而记名债券则要在债券上注明所有人的姓名和号码,转让时必须通过背书,即由原所有人声明将该债券转让给新所有人,并在其上面注明新所有人的姓名。大多数欧洲可转换公司债券每年支付一次利息,而且其利息可免征所得

税。

(5)欧洲美元可转换公司债券。亚洲的发债人最欣赏的品种之一便是普通的以美元标价的欧洲可转换券。该债券支付一固定的利息,其利率在发行时便已确定。债券以面值1000美元发售,到期仍以面值偿还。在债券到期以前,投资者可以按预先定好的转换价格将债券转换为发债人的股票。此"转换价格"在发行时就确定下来。且通常为溢价发行。欧洲可转换公司债券对于那些在欧洲市场上通过股权相关的产品融资的亚洲公司来说,一直是最主要的融资方式。该市场在1993年达到了一个新的高峰。

可转换公司债券的结构可以多种多样,以迎合发行者与投资者的需要。可转换债券位于融资系列的中间位置,我们可以使其带有更多的债券特点,亦可使其带有更多的股权特点。我们可以通过诸如加上卖出期权、变更票面息率或赎回价等手法设计不同的可转换公司债券。比如可退还债券是一种允许持有者在到期前的指定间隔期进行兑现的债券,它在亚洲深受欢迎。这种债券比普通可转换债券的票面息率低,但投资者通过溢价兑现而得到补偿。

另一种最近在亚洲流行的可转换债券是"升水可转换公司债券"。与可退还债券相近,这种债券票面息率很低,但溢价兑现所得回报率高于美国同期国债息率。

根据可转换公司债券的转换条件(如息率),它又可分为"上市"债券、无息可转换公司债券、传统息票可转换公司债券等。

(6)"上市"债券。近几年在亚洲发展起来的另外一个品种是"上市"债券。或称上市前预售可转换公司债券(Going Public Bonds)。这是欧洲可转换公司债券的一种新的变形。它的特点是投资者将来可以用债券转换的,不是发债人自身的股票,而是发债人将来可能上市的子公司的股票。在香港,恒基兆业首次发行"上市"债券,融资4亿2千万美元。这在当时是亚洲公司在欧洲市场上发行的最大的股权相关的债券。随后,Lai Fung也发行了"上市"债券,该债券允许投资者将债券换成其在中国的一家地产公司的股票,从而使国际投资者可以间接地投资于中国的地产市场。

这些债券的特点是息票利率的"逐级增长"——即债券的利息按发行时定好的时间逐渐增长,以及赎回方式——即允许投资者溢价兑现该债券的收益,高于同期美国国债。

为了应付美国利率不稳定的情况,1994年10月市场上又出现了另外一种变形。和记黄埔发行了一种"浮动利率上市可转换公司债券",其转换是强制性的。若发行后3年内,公司未进行首资股票发行,则债券将要开始按浮动利率支付票息,直到期满。这个特点使得和记这家地产开发收入占据重要位置的综合性公司得以筹集资金来支持其在中国的基础设施投资。

(7)无息可转换公司债券。在众多的可转换公司债券结构中,无息可转换公司债券可称得上是最罕见的一种。虽然在欧洲市场也有少量专注发行给瑞士投资者的无息可转换公司债券,但其主要发行地及市场仍是在美国本土。

无息可转换公司债券的票面息率为零,并通常以大幅的票面折让发行,使其"到期收益率"保持在一个可接受的水平。此类债券的转让溢价一般较高。无息可转换公司债券可在到期时以票面值赎回。

相对于普通纯债项,无息可转换公司债券可于发行前期为企业节省一定的成本,因此较为适合于发展初期的高增长企业。

(8)欧洲可转换优先股。1993年3月,怡和策略控股公司发行了3.59亿美元欧洲可转换优先股。这是香港公司首次利用这种发行,因此开创了市场之先河。接踵而来,有几家著名的香港公司如淘大置业、富豪酒店等纷纷发行可转换优先股。可转换优先股可转换为一定数量的普通股,付红利而不付息。在债权上,它排在可转换债券之后,但在普通股之前。与可转换公司债券不同,它通常无固定到期日,并在许多方面可被视为永久债券。这种产品迎合了香港公司的特殊需要,而且也因为这是一种具有保证的回报和有限的下跌风险的股权投资,因而广受外国投资者的欢迎。

根据可转换公司债券性和股权性双重特性,它又分为下列五种类型。从第一种类型到第五种类型,债券性从强到弱,呈递减性,而股权性从弱到强,呈递增性。

(9)零息票可转换公司债券。在欧洲市场上较少采用,通常是5年期证券(初次转换溢价一般为12%—15%);95%为债券值;沽出机会为45%—50%。

(10)溢价赎回可转换公司债券折扣可转换公司债券。混合零息票及传统息票的可转换公司债券,是高股息的理想结构,欧洲市场投资者的高度认同性;一般为10年期(10%—12%初次转换溢价),通常是短期可转换公司债券(5—7年期),85%—90%为债

券值,赎回机会为25%—30%。

(11)传统息票可转换公司债券。欧洲市场最流行的结构,对股利丰厚的股票来说较难设计结构,一般以10年为期(15%—18%转换溢价),75%—80%为债券值,赎回机会为15%,优先转换债券。

永久性证券,转换溢价通常为15%—18%,在美国已有巩固基础,在欧洲正日渐受欢迎,在世界各地以记名方式出售,65%—75%为债券值。

必转换债券,基本上就是递延股本的出售,100%肯定转换,一般期限为5年(转换溢价一般为0%—5%)。

2.可转换公司债券的基本要素

第一,可转换公司债券的一般特征

公司债券是一种承诺偿还的特殊债务凭证,具有以下特征:

(1)定期偿还本金。公司债券发行时都注明到期日。债券到期,发行公司要按票面金额偿还所借款项,不得随意拖延。

(2)定期支付利息。债券发行公司债券发行条件中规定的固定利息率向债券持有者定期支付利息。付息时间通常在公司债约上规定,一般为每年两次。若发行公司未能按期履行支付利息的义务,持券人有权诉诸法律来解决。

公司无论发行何种债券,其债券主要由以下基本要素组成:

(1)债券面值。债券面值亦称债券的到期值,它包括票面价值的币种和票面金额两个基本内容。票面价值的币种是指以何种货币作为债券价值的计量标准。它可以是发行公司本国货币,也可以为发行公司所在国以外国家、地区的货币。其选择依据则以债券发行对象和需要确定。债券票面金额是指票面所标明金额的大小。

(2)债券利率。债券利率是指债券利息票面价值的比率。它主要受银行利率、发行公司资信、偿还期限、利息计算方式以及资本市场上资金供求情况的影响。

(3)债券的价格。从理论上讲,债券的票面价值就是债券的价格,但实际并非如此,由于发行公司的种种考虑以及债券市场供求关系的不断变化,在发行债券时,有时可能低于票面价格出售,有时可能高于票面价格出售;有时可能按票面价值出售,债券的票面价值是固定不变,而债券的价格则随着市场的变动而不断变化。

(4)债券的偿还期限。债券的偿还期限是指债券从发行日起至偿还清本息之日止的时间。发行公司在确定债券偿还期限时,要考虑以下因素:①使用债券资金周转期长短;②未来市场利率的发展趋势;③债券流通市场的发达程度。若使用债券资金周转期长、市场利率呈上升趋势,加之债券流通市场发达、债券变现力强,应考虑发行中长期债券,反之,则应发行短期债券。

(1)可转换公司债券的特征。上述有关普通公司债券的论述有助于我们对可转换公司债券的理解。严格讲,普通公司债券的特征和基本要素,可转换公司债券同样具有,它同样需要定期偿还本金和支付利息,同样有债券面值、利率、价格、偿还期限等基本要素。因此可以说,可转换公司债券具有公司债券的一般特征,如果投资者在规定的期限内不进行转换,他仍可以向公司要求还本付息,从而获得债券上所注明的固定利息收入。

可转换公司债券的特殊性在于,持有人可以在一定期限内,按照一定条件将手中所持有的债券转换成公司一定数量的普通股股份。这种权利是一般的公司债券所不具备的。具体来讲,可转换公司债券具有下述几个典型特征:

较普通公司债券低的固定利息。

在换股之前,可转换公司债券一样产生固定利息。然而,其利息通常低于普通公司债券,其差额反映换股期权的价值。

(2)投资者买入期权与卖出期权。可转换公司债券包含了一个股票的买入期权,因此投资者希望发行公司的股票价格能向上涨,这样,这种股票的买入期权就能升值。与股票相比,发行可转换公司债券可能会被更多的投资者所接受。因为,信用等级较低的公司发行股票会有一定的难度,但却可以发行可转换公司债券。因为,在对可转换公司债券的定价时,会考虑到这一信用因素。对于处于生命周期的成长期的公司和处于成长行业的公司来说,更适合于包含了股票买入期权在内的可转换公司债券这种新的金融工具。同时,投资者也希望发行公司能多少支付红利。通常情况下,投资者希望可转换公司债券的利息能够等于或高于红利水平。因为,假如收益率不能高于原来的股票,投资者将不会对通过一种工具以溢价购买股票感兴趣。

卖出期权是投资者将可转换债券还给发行公司的权利。它使投资者有机会在债券到期之前,在某一指定日期将债券出售给发行人——通常是(但并非总是)以一定溢价售出。因此,卖出期权也可以称为

投资人之期前回售权。是否附回售期权或卖出期权，以及何时行使该权力，要视可转换债券发行时的市场情况而定。这条权力对投资者和发行公司均各有利弊。由于通常卖出总以一个高于面值的价格行使，故对发行公司来说，卖出期权的行使是一件令人痛苦的事情。另一方面，由于投资者拥有卖出期权而使投资受到额外保护，与没有卖出期权的债券相比，发行公司亦相应享有支付低息和制定较高换股溢价的好处。因此，附有卖出期权或出售期权的可转换公司债券发行已为越来越多企业所接受。在卖出期权条款下，公司究竟以什么样的高于面值的溢价被动地赎回可转换公司债券，这通常取决于可转换公司债券被卖还给公司时所需求的收益率。投资人一般是在股票表现不佳或公司经营并不如管理层在推销可转换公司债券时所描述的那样可观时才会行使卖出权或回售权。卖出收益率保护了投资者的利益。卖出收益率和公司的债券收益率密切相关，因此，公司的信用等级越低，可转换公司债券发行时市场所要求的为卖出收益率也越高，反之，公司的信用等级越高，可转换公司债券发行时市场所要求的为卖出收益率也越低。投资人卖出期权的获得是以较低的利息收入为代价的。

(3)发行人赎回期权。由于所有的可转换公司债券具有债券的一般特性，因而可转换公司债券有一个预定的赎回期。但与可转换公司债券相关的赎回权则是指发行人在可转换公司债券最终期满之前赎回债券的权利。由于发行人支付低于普通公司债券的利息，因此它通常只会在股价大幅高于换股价的情况下行使回赎权以迫使投资者将债券转换为股本。可转换公司债券的赎回期权一般有两种：一是硬行赎回期权，即公司有权但非一定在事先确定的时间按事先确定的价格赎回发行的可转换公司债券。强行赎回一般在进入转换期方可执行。这里还有一个期满赎回。如果转换没有实现，可转换公司债券与纯债券一般在期满时将被赎回。投资者本金的安全由此得到保证(前提是公司仍有清偿能力)。如果发行公司之股票价格上升，投资者可将其债券转换为股票以收股价长期上升之利。二是软赎回期权。这种期权与它的股票表现有关，通常是当股价连续数日(一般为30天)达到事先确定超过转换价水平(一般是有效换股价的130%—150%)时，发行公司可以行使但并非一定赎回其发行的可转换公司债券。事实上，当股票价格在上述价格水平上停留30天以上，很少有投资者仍将可转换公司债券保留在手中，而不实现转换，换句话说，这时，债券持有人更愿意将手中债券转换成有关的股票。由于软赎回期权加速了转换而被称为加速条款。

(4)转换溢价。可转换公司债券通常是以百分之百的面值销售，即通常所说的“以面值发行”。但实现转换时通常是有一个溢价比例。转换溢价是可转换公司债券所包含的期权的特征。转换溢价是以百分比表示，以可转换公司债券发行时股票价格为基础的，它是目前市场价格与转换值的差，用公式表示为：

$$Cp = Vm - V$$

其中 Cp 代表转换溢价，

Vm 代表可转换公司债券的市场价格，

V 代表转换价格。

为了将一种其它的可转换公司债券进行比较，一般转换用百分比表示，称为转换溢价率，用公式表示为：

$$Cr = Cp/V$$

其中 Cr 代表转换溢价率。

可转换公司债券的换股溢价一般在5%至20%幅度之间，也有例外，具体的溢价比例则视债券期限、利息及发行地而定。换股溢价越低，即换股价越接近于债券发行时的股价，投资者尽快将债券转换为股票的可能性越大。

这里需要说明的是，换股溢价是资本市场成熟的国家的一般经验，它包括了债券的期权特征。但在资本市场处于初级阶段的我国，对于可转换公司债券的这一期权特征则不能有过高的期望。在发行可转换公司债券的试验阶段，为了保证这一金融品种发行与转换的成功，换股溢价要尽可能地低一些，要尽可能的接近债券发行时的股价。对有些发行公司而言，可转换公司债券的发行甚至有可能低于当时的股票价格。

第二，可转换公司债券的基本要素

在弄清可转换公司债券的特征后，下面我们讨论它的基本要素或基本条件。

可转换公司债券的设计巧妙与否，对确定发行和转换成功起着十分重要的作用。除了一般公司债券的基本要素外，可转换公司债券有自己特定的要素或条件，具体讲有这样一些基本要素：基准股票、票面利率(conpenrate)、转换比率(conversion ratio)、转换价格、转换期、赎回条件、转换调整条件等。

(1)基准股票。基准股票是债券持有人将债券转

换成发行公司的股票。发行公司的股票可能有多种形式,如普通股票、优先股,就中国公司而言,还有A股、B股、H股、ADR等多种形式。如果中国公司发行以外币定值的可转换公司债券,就要求该公司具有B股或H股的上市资格。这样基准股票可以是B股或H股,有ADR的还可以是ADR。确定了基准股票以后,就可以进一步推算转换价格。

(2)票面利率。确定合适的票面利率有利于降低发行时的风险。可转换公司债券票面利率可参照同期一般公司债券和政府债券的利率来定,一般来说,可转换公司债券的票面利率都低于其它不可转换公司债券,如前所述,这是因为其中包括了一个股票期权,但票面利率低多少,发行公司有一定的选择权,一般来讲,它会受制于两方面的因素:一是公司现有债权人对公司收入利息倍数等财务比率的约束,据此付计利率水平上限;二是转换价值收益增长及未来水平,据此付计利率水平下限。无论如何,最终还要取决于公司业绩预期增长状况。转换价值预期越高,利率水平相应可设置更低;反之,转换价值预期越低,利率水平相应可设置更高。

在其它条件相同的情形下,较高的票面利率对投资者更具吸引力,成功发行的把握较大,但转换前需支付的利息却相对较多,更为重要的是有可能影响到转换的比例。反之,较低的票面利率使债券的吸引力下降,相应加大发行的风险,优点在于转换前需支付的利率相对较少,在股票价格持续上扬的情况下,低票面利率更有利于债券的转换。

发行公司通常会根据证券市场的实际情况,确定合适的票面利率,使公司的风险和收益组合达到最优化,既有利于发行,又确保可转换公司债券的转换成功。

(3)转换比率。可转换公司债券与普通债券的最大区别在于"转换"二字,而转换能否成功,核心的要素则是转换比率和转换价格。转换比率就是可转换公司债券在实际转换时,一个单位的债券能换成的股票数量,其公式是:

转换比率=单位债券×固定汇率÷转换价格

这个比率一般在债券发行时明确规定,这意味在可转换公司债券发行时,发行公司给予债券购买者以如下价格购买普通股的权利。

票面换算价格=可转换公司债券的票面价格×转换比率

但是,在实际生活中,这个比率不可能不随股价变动而随时调整,前面我们曾讨论过换股溢价,即可转换公司债券在实现转换时有一个溢价比例,通常这个溢价比例在5%至20%之间。换股溢价构成了可转换公司债券价格的基础。

(4)转换价格。转换价格是指在可转换公司债券整个有效期间债券可以据此转换成基准股票的每股价格,其计算公式为:

转换价格=基准股票价格×(1+转换溢价)

可见,转换价格的确定与股票发行的定价原理与过程相似。实际上,转换价格的确定反映了公司现有股东和投资者双方利益预期的某种均衡。

从投资者角度看,他们当然希望得到较低的转换价格,到时能转换成较多的普通股,以获取较高的收益。但公司现有股东不会接受很低的转换价格(除非发行的可转换债权的比重很小),因为转换后的普通股越多,股权稀释程度越大,对现有股东的控制是相当不利的。

转换价格通常随公司股票拆股和股利政策变化而相应作出调整。如公司宣布股票一股拆两股,公司的转换价格需自动调整为原定价格的一半。如公司公布的分配方案导致公司股价变动超过一定比例,也需相应调整转换价格。

事实上,设计科学合理的转换价格及调整措施并不能有效降低转换的风险(但可有效降低发行风险)。一旦转换前的公司业绩增长及股价水平并不如愿,转换价格高于股票价格,大部分可转换公司债券没有转换成公司普通股,导致的直接后果是:公司的债务(尤其是长期负债)负担过重,资本结构失调,公司面临过高的财务风险和经营风险,对公司今后的发展是十分不利的。

当然,公司在债券合同中可附加一些条款,如加速条款、赎回条款等,控制转换的风险,以避免出现上述对公司不利的局面。

(5)转换期。公司发行的可转换公司债券在何时进行债权向股权的转换工作,通常有两种方式。一种是发行公司制定一个特定的转换期限,只有在该期限内,公司才受理可转换公司债券的换股事宜。这种情况又分为两种类型:①发行后某日至到期日前;②发行后某日至到期日。发行公司制定一个特定的转换期限,是不希望过早地将负债变为资本金,从而过早地稀释原有股东权益。另一种方式是不限制转换的具体期限,只要可转换公司债券没有到还本付息的期限,投资者都可以任意选择转换的时间。这里也有两种类型:①发行日至到期日前;②发行日至到期日。由于转换价格通常高于公司当前股价,因此投资

者一般不会在发行后立即行使转换权。之所以将转换期做此设计，主要也是为了吸引更多的投资者。无论是何种方式，在发行可转换公司债券时，发行公司都已经和投资者约定。

（6）赎回条件。可转换公司债券中的一个重要条件就是有关赎回的附加条款，这是为了避免金融市场利率下降使公司承担较高利率的风险，同时还迫使投资者行使其转换权。赎回条件分为二种类型。一种是无条件赎回，即直接设定赎回起始时间相应提前，反之则推后。另一种是有条件赎回，即发行公司设定股价水平上限和转换价值持续超过债券面值的比例。这是为了减少股权稀释程度，迫使投资者行使转换权。期限在5年左右的可转换公司债券大多只设置有条件赎回条件，而长期限的可转换公司债券则常常二类赎回条件并存。

（7）转换调整条件。发行公司在发行可转换公司债券后，可能会对公司包括子公司进行股权融资、重组或发生并购等重大资本或资产调整行为。这种行为如果引起公司股票名义价格上升，则有前述“赎回条件”来对投资者进行约束；如果引起公司股票名义价格下降，那就必须对转换价格进行调整。否则。在公司名义不断下跌的情况下，原定转换价格就会大大高出公司当前的股价，这样将使可转换公司债券持有者根本无法进行转换，公司因此会蒙受损失。因此，转换调整条件是可转换公司债券设计中至关重要的保护可转换公司债券投资者利益的条款。

上市公司在发行可转换公司债券时附加的转换条件主要包括下列内容：

①股利分配对可转换公司债券转换的影响，包括股票的分割、并股、分红利或送股等；

②增资扩股对可转换公司债券转换价格的影响，包括认股权证、直接发行或配售价低于转换价格或新股发行时公司股票市价的一定比例，转换价格将会自动下调；

③公司及下属子公司的资产重组、融资行为、并购等导致公司股价持续下跌时，转换价格相应下调。

可转换公司债券的转换调整条件也称为“向下修正条款”。在股票价格表现不佳时，这一条款允许在预定的日期里，将转换价格向下修正到原来转换价格的80%。这在瑞士市场被广为使用，在某一特定情况下，也可以对外汇率作某些特定的调整。在某一特定时间，也就是被定为调整转换价格的同时，发行公司可以同时调整转换价格的汇率。当然，这时股票的平均价格等于或高于转换价格，则只对固定的汇率按照特定的公式作出调整即可。如果汇率没有变动或变动的方向有利于发行公司，那么或许只对转换价格向下调整。如果平均股票价格低于转换价格，而且汇率发生了不利于发行人的变化，则转换价格和汇率可同时按特定的公式作出调整。

4. 从发行人和投资人的角度看可转换公司债券的投资价值属性

第一，可转换公司债券的价值

（1）投机性与投资性。任何一种金融投资工具都具有风险性，可转换公司债券也不例外，可转换公司债券是在一定条件下可转换为发行公司股票的特殊债券，本质上属于一种股票期权，即可转换公司债券的持有者在投资债券的同时，也获得了按一定条件获得股票的股票期权。这正是可转换公司债券区别于其他一般性债券的根本特征。期权就是一种可用于保值又可用于投机的金融工具。因为可转换公司债券的持有者既可获得可转换公司债券本金和利息的安全承诺，又可以在发债公司股价攀升时将债券转换为股票，获得股票价差收益的好处，因此，可转换公司债券同样兼具投资和投机的双重特性。

但对于可转换公司债券的投机性与投资性，孰大孰小，看法是不尽一致的。有人认为它的投机性要超过投资性，因而将之归入投机性金融工具一类。这主要是考虑到可转换公司债券一般利率都很低，再考虑到通货膨胀风险和利率风险，有的时候，可转换公司债券几乎没有什么投资价值。而人们购买可转换公司债券主要是看在它能转换为股票的特性上。也有人认为，与股票相比，可转换公司债券的风险并不更大，因为可转换公司债券的利息尽管较低，但毕竟是有保证的，持有人至少可以有三种选择，一是在流通期，可以卖出可转换公司债券，取得收益；二是可以按照事先约好的转换价格转换为股票；三是在转换股票不合适时，其持有人还可以不予转换而作为债券使用，到期取本拿息。此外，在可转换公司债券的发行时，往往要有一些附加条款，例如“回售条款”等，以保护投资人的利益。因此，可转换公司债券的风险并不比股票的风险大。

无论如何，可转换公司债券的风险是存在的，而风险与收益又是并存的。

（2）收益率。我们先讨论一下可转换公司债券的收益。通常可转换公司债券的收益由两部分构成：①转换前获得的较低的固定债息收入；②转换后出售普通股的收入或获得的股息收入。如果债券持有人在转换前出售可转换公司债券，那么其收益包括获

得的债息收入加上差价收入(支出)。

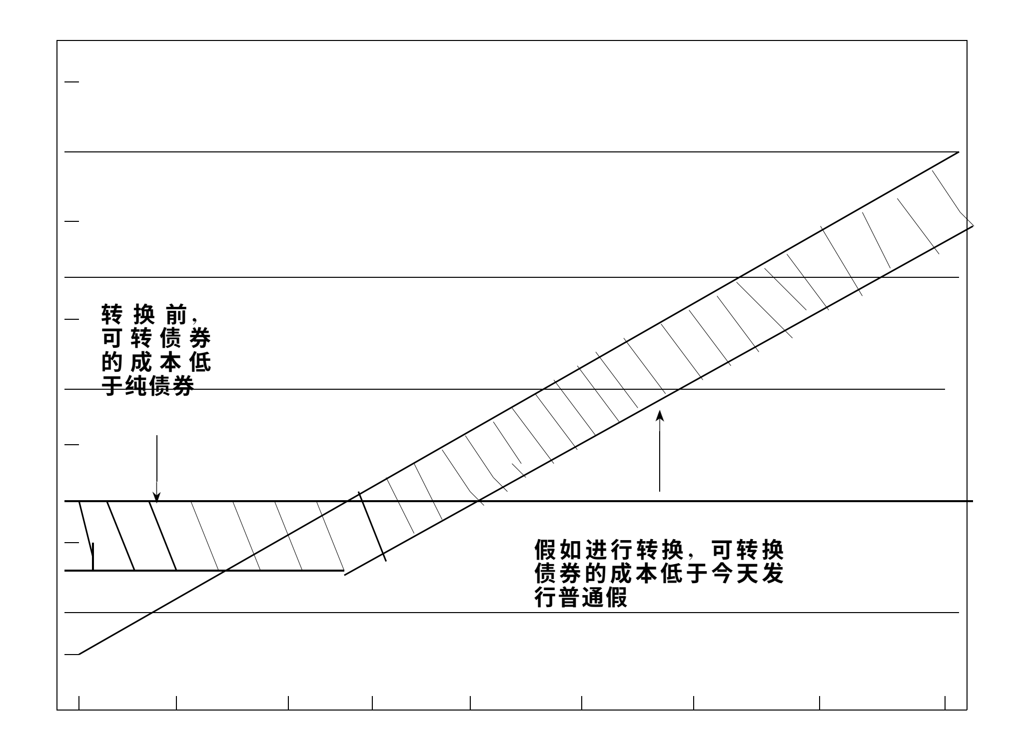


图 6.2.2 可转换公司债券、股票及纯债券比较

可转换公司债券的收益率可以通过对它的价值和市场价格的分析来深入了解。可转换公司债券如果在发行后立即转让,那么它的转换价值就是它的实际价值。作为不具有股票期权的同等条件下的公司债券价值,称为普通价值。普通价值的确定是以具有相同的质量评级及类似投资特点的普通债券的一般收益率为基础的。可以按照这一收益率计算出该债券的现金流量现值。如果投资者购买可转换公司债券,然后立即转换成股票,他为这每股股票实际支付价格,就是市场转换价格。这是一个重要的分析指标,一旦股票市价上涨到这个市场转换价格水平,任何进一步的股价上涨都必然会引起可转换公司债券价格上升。投资者购买可转换公司债券,一般会支付超过股票市值的溢价。作为对转换溢价的部分补偿,投资者从可转换公司债券获得的本期利息收入一般会高于相当于转换比率数的股票所得的红利收入。有限的损失和极大的获利潜力,构成其收益率的最大特点。

从理论上说,可转换公司债券的收益率应比不可转换公司债券为高,因为债券持有人有权通过行使转换权来分享公司良好的业绩增长。但实际上,如果公司的业绩增长和股价上涨并不如愿,可转换公司债券的收益反而可能低于普通债券。就可转换公司债券的理论价格而言,它取决于市场利率水平和股票价格。债券的理论价格是根据现值理论计算出来的。现值理论认为:由于时间和利率等因素的存在和影响,人们今天手中掌握的一定数量的现金作为本金会不断升值;不同的投资方式,时间和利率等因素的不同影响程度,决定了本金升值额也各不相同。因此,人们必须要计算在目前这种市场利率水平下,未来的货币收入额在现在要值多少钱,哪种投资方式升值更多,充分比较后做出投资决策。这个货币收入未来额对于今天的投资者来说即期终价值,简称期值或终值,而用当前的市场利率将终值折算成现在的价值,就叫未来货币收入的现在价值,简称现值。对债券投资者而言,债券所能够带来的未来货币收入便是债券的期值,而投资者为获得这些未来收入而购买债券时所支付的价格即投资者的投资额便

是现值，实际上即是债券的理论价值。

（3）理论价值。可转换公司债券的价值由两部分组成：①债券价值，它为投资者提供价格下挫保护；②换股价值（认股权证），它为投资者提供主要的价格上升潜力。

决定债券价值的要素主要有：期限，票息，贴现率（借贷成本），赎回条款。

债券价值的评估参数以及对价值评估的影响：票息——较高的票息＝较高价值；借贷成本——较高的借贷成本＝较低价值，期限——视收益曲线形状而定；赎回限制——较长赎回限制＝较高价值；沽出期权——较高沽出期权收益率（或到期回报率）＝较高价值。

决定换股价值（认股权证）的要素主要有：期限，赎回条款，转换溢价，股息收益，股价变化，无风险贴现率，临时股票价值。

换股价值（认股权证）的评估参数以及对价值评估的影响：转换溢价——较高溢价＝较低价值；当前相对股票的波动性——较大多变性＝较高价值；当前相对股票的股息回报——较高股息＝较低价值；无风险贴现率——较高无风险贴现率＝较高价值；期限——较长期限＝较高价值；赎回限制——较长赎回限制期＝较高价值。

（4）可转换公司债券的风险。普通债券与股票一样，会受到市场利率的直接影响。当利率水平上升时，债券价格下跌，股票价格也会下跌；当利率水平下跌时，债券价格会上涨，股票价格也上涨。而可转换公司债券的价格主要还是受本种股票价格的影响要大些，这是由可转换公司债券的可转换特性决定的。股票价格上扬，可转换公司债券价格也会有相应程度的上扬，反之亦然，可转换公司债券的价格和股票价格的波动几乎是一致的。由此可见，可转换公司债券的风险仍然是存在的。

尤其是带有赎回条款的可转换公司债券，由于发行公司可通过这些条款把部分经营风险和财务风险转嫁给债券持有人，因此，风险可能会更大些。为了降低利率风险，公司通常在发行前就订立赎回条款，规定公司有权在市场利率低于票面利率一定程度后赎回可转换公司债券。投资者在购买可转换公司债券时一定不能简单地看其票面利率的高低。因为，尽管有些可转换公司债券的票面利率较低，但由于公司对未来的市场利率的预测有一定难度，因此相对而言，低利率使公司承担的风险就相对较小，对投资者来说，其收益率可能会较稳定。相反，投资者对公司允诺的较高的票面利率则要格外注意，因为较高的收益率意味着需相应承担较大的风险。风险与收益总是相伴随的。

第二，发行公司："不用还本的贷款"

随着我国资本市场的完善，越来越多的金融品种出现在企业面前，可转换公司债券就是继公司债券和股票之后，可供企业选择的一种新的融资手段。可转换公司债券的发行和上市交易，为企业在低成本融资、改变公司资本和债务结构、推迟公司的偿债期限、吸引长期稳定的投资者等方面起着重要的作用。

（1）为什么选择可转换公司债券。具体而言，可转换公司债券对于发行公司有下列几方面的有利之处：

①可转换公司债券使发行公司可以获取成本较低的资金，尤其是在换股之前得以低廉费用集得额外资金。由于可转换公司债券附带了企业的股票期权，作为补偿，债券票面利率一般比普通的公司债券为低，在一些资本市场、发达国家，可转换公司债券的利率一般比同类不可转换的债券低20%。而且，投资人对该可转换公司债券价值预期越高，利率水平可相应更低。这样，公司在可转换公司债券发行后至转换前，可减轻利息负担，提高收入——利息倍数，增加低成本资本。

此外，当上市公司的股票市值与公司盈利水平相比，相对偏低，或者相对于公司预期的收益水平来说，股份相对偏低时，公司的一般筹资决策是暂延发行任何证券而待公司股票市价上涨时再予发行，但是，如果公司因项目经营所迫不得不增发证券来融资时，发行可转换公司债券无疑是一种明智的筹资决策。因此，对于那些业绩良好，有很好的经营项目，而股份又偏低的公司，尤其是对那些处于成长有良好的获利前景的公司，可转换公司债券具有更多的便利条件。

融资的首要目的，是公司选择证券发行品种的首要目的，可转换公司债券的低债息无疑是它的最大优点，对发行公司来说是最具诱惑力的地方。尤其是那些处于成长期的企业，更可以利用自己股票的吸引力，通过发行可转换公司债券，大幅降低资本成本，使公司获得更多的廉价的资本供给。

②可转换公司债券使发行公司可以获取长期稳定的资本供给。公司债券通常都有到期日，而股票则是没有期限的。而具有到期日的可转换公司债券却由于可以转换为没有到期的普通股，可转换公司债

券转换后,该笔债务因转为股权而消失或减少,股权资本增加,固定偿还的债务本金转为永久性资本投入,降低了公司债务比例,明显减少了公司税后现金流量。因而,可转换公司债券的发行能为公司提供长期、稳定的资本供给。可转换公司债券是延期的股权融资,如果股市不利于发新股,或者公司不愿意发行新股而引起股市的震荡,而公司又需要长期资本,这样自然就会想到发行可转换公司债券,尤其是当可转换公司债券期限较长时,投资者可以在较长时期内将债券转为普通股并出售或持有。这样,鼓励投资者长期持有公司债券并最终长期持有所换普通股,以增强公司财务强度及今后借债能力。

③可转换公司债券使发行公司改善股权结构的债务结构,可在多数情况下延长债务的有效期限。事实上,可转换公司债券由于其具有债券和股票的双重特征,在转换前,它构成公司负债,而在转换后则构成了公司的资本金,因此,它成为调节公司股权比重和债务比重的调节器,如果公司的股权比重过高,可以通过发行可转换公司债券募集资金来回购股权以提高每股收益。这时,发行公司的总股本在一定时期内会发生减少,负债比率会上升,但可转换公司债券全部转换为总股本又会恢复到转换前的水平。当然,通过发行可转换公司债券而募集的资金并非全部要用来收购公司股权。如果公司的债务比重过大,尤其是短期债务过多,那么,可以发行可转换公司债券来替换短期债务,推迟公司的偿债期限,保证公司发展的连续性不受更多瓶口的制约。当公司效益良好,股价持续上升时,投资者会踊跃实现转换,从而导致公司总股本增加,公司的负债比率降低。短期债务→长期债务(可转换公司债券)→普通股。这就是可转换公司债券调节公司债务结构的流程。

④可转换公司债券使发行公司获得长期稳定的股票价格,有利于证券的销售。可转换公司债券的市场价格与股票价格的联动影响。当股票价格上涨时,可转换公司债券的市场价格也必然会提高,反之,当股票价格跌落时,可转换公司债券的市场价格也会下降。但反过来,可转换公司债券也会影响股票的市场价格。通常可转换公司债券的转换价格要高于公司当前股价,因此,在当前股权融资时机不佳时,发行可转换公司债券可以延迟当前低价股权融资,从而避免了进一步降低公司股票市价,并减少对公司现有股权的稀释程度。同时,可转换公司债券转换期较长,即投资者可以在较长的时期内将债务转换为普通股并持有或出售,因此,对公司股价的不利影响不会像一次发售新股那样明显或剧烈。

此外,发行可转换公司债券与发行普通公司债券相比,对投资者可能会更有吸引力。有时,公司为换取公司债券的持有者在一些方面的让步,例如较低的资本报酬率,给予公司债券的持有者可转换普通股的权利,这样使其发行的证券有更大的吸引力,有利于证券销售。

⑤可转换公司债券使发行公司实现多元化筹资,并为国际筹资打下良好的基础。除所发行股票和普通公司债外,被上市公司普遍采用的另一种融资方式是配股融资方式。但随着股票市场的完善和发展,广大投资者已不满足于配股这种投资方式,一些上市公司也不愿仅仅通过配股达到增资的目的,企望有更多更新的筹资方式。可转换公司债券正是适应资本市场发展需要的一个新的金融品种。同时,由于可转换公司债券在国际上已是一个非常成熟的金融品种,在我国仅仅是试行,那么通过可转换公司债券在国内资本市场的发行,积累经验,为发行公司将来在国际资本市场融资打下良好的基础。

总之,对发行公司来讲,公司如果业绩不断增长,发行可转换公司债券后,股价会上升,公司也不需要还本。因此,对高速发展的公司来说,可转换公司债券实际上是"不用还本的贷款"。

(2)对发行公司的不利之处。可转换公司债券对发行公司来说并不都是有利的,也有一些不利之处,而这些不利之处正是发行公司需要慎重考虑和积极防范的。这些不利之处具体有下列几个方面:

①可转换公司债券有可能增加发行公司还本付息的压力。作为债券,就要承担到期还本付息的责任。可转换公司债券尽管票面利率一般低于同期银行存款利率,但这一低幅是很难确定的。利率高,成功发行的可能性大一些;利率低成本低一些,但有可能丧失吸引力。同时,即使低于同期银行利率,仍会承受利率波动的风险。可转换公司债券显然存在较长时间和机会转换为股票,甚至附加有回售条件,但总存在一次性偿付本息的压力。尤其是,一旦出现到期兑付,即意味着可转换公司债券的转换失败,债券持有者的不信任很可能造成公司的商誉危机,而这正是发行人不愿看到的。

②可转换公司债券有可能增加发行公司对股市预期的压力。通常来说,可转换公司债券的发行比公司新股的发行应该更为顺利,这是由它的性质决定。可转换公司债券这一金融工具的设计初衷,应当是对发行人和投资人都相当有利:对投资人而言,只有

股市好,短期内可转换公司债券就可转换为股票,市场不好,到期即可还本付息;同样,对发行人来说,股市好公司债务可迅速变成股东权益,而在未转股以前,只需支付较低的利息。但这一设计有时也避免不了使发行人陷入尴尬的境地。除了发行人自身的素质外,这里关键是发行人对股市是否有个合理的预期,即发行时机是否能选择准确。从理论上说,可转换公司债券发行的最佳时机是利率高企、股市相对低迷期。利率下调有利于可转换公司债券的发行,利率下调,则可转换公司债券的价格上涨,对投资人较为有利,可见,判断市场利率大势,以制定正确的发行价格和发行计划,对发行公司来说是首要的防范条件。

③可转换公司债券有可能恶化发行公司的债务结构。可转换公司债券在发行时会提高发行公司资本结构中的负债比率,降低股东权益比率。如果转换成功,负债比率便会下降,股东权益比率重新上升。令发行人头痛的往往是另一种情况,即如果发行的股价表现不好或股市低迷,股价低于转换价格,投资者就会宁愿受利息的损失要求还本付息,放弃转换权,这样会直接导致公司的财务负担过重,债务结构恶化。因此,发行公司在决定是否发行可转换公司债券时,必须注意本公司的资本结构,例如公司现行资本结构是否有进一步提高负债比率的资源,净资产收益率是否高于债券发行利率等,当公司负债比率过高,超过70%时,发行可转换公司债券就极其危险了,因为一旦转换失败,公司在还本付息时就出现现金流严重不足的危险。

④可转换公司债券有可能增加公司的经营压力。如果发行公司决定选择可转换公司债券融资,就要保证可转换公司债券的偿还期限和公司融资项目现金流规划以及公司整体的现金流规划相匹配。为了保证按时还本付息,发行公司筹资项目的收益率应高于可转换公司债券的发行利率,甚至高于在发行人使用赎回条款时,投资人可得到的可转换公司债券的投资回报率。要实现上述这些条件,发行人就必须保持公司的经济效益稳定和较高的增长率。

第三,投资者:“有保证本金的股票”

(1)最具灵活性的金融品种。对投资者来说,可转换公司债券是一种最具灵活性的金融品种,它包含了多种选择权,这些选择权与股票相比具有很多优点:

①可转换公司债券使投资者获得 最低收益权。可转换公司债券与股票最大的不同就是它具有债券的特性,即便当它失去转换意义后,作为一种低息债券,它仍然会有固定的利息收入;这时,投资人以债权的身份,可以获取固定的本金与利息收益。如果实现转换,则会获得出售普通股的收入或获得股息收入。可转换公司债券对投资者具有“上不封顶,下可保底”的优点,当股价上涨,持券人可将债券转为股票,享受股价上涨带来的盈利;当股份下跌时,则可不实施转换而享受每年的固定利息收入,待期满时偿还本金。因此,最低收益权是可转换公司债券持有者所享有的初级权利,投资者能够在股票价格波动的市场环境中获得保值和增值的目标,换句话说,可转换公司债券是投资者“有保证本金的股票”。

②可转换公司债券使投资者获得转换权。转换权是可转换公司债券是重要的性质,转换权实质上也是一种选择权,是该类金融品种赋予投资者的一种无可替代的权利。一旦进入转换期,投资人就可以随时行使债券转换为股票的选择权,一旦换成股票,投资者就改变了债权人的身份而成为公司的所有者——股东,开始分享公司的增长利益,原固定利率收益也就被公司的不固定的收益增长所代替。一方面,股东可以在不断增长的股票交易价格中随时兑现,另一方面也可在公司年终分享红利,由于转换权跨越整个债券有效期间,股票价格的不确定性联动影响可转换公司债券价格的不确定性,而可转换公司债券又反过来影响正股价格,从而使持有者在行使转换权时要充分考虑市场走势、时机、固定收益率、公司预期收益等因素。正是这一系列可知而又不可求的因素,使可转换公司债券为投资者提供了广阔的选择空间。

③可转换公司债券使投资者获得回售权。回售权是发行人为吸引更多的可转换公司债券投资者而在事先约定的一种旨在保护投资者利益的附加条款,并不是所有的(但却是大多数)发行公司都有这样的附加条款。根据这种回售选择权,发行人承诺在某一个时间内,如果股票的价格达到一定价位,此时实现转换,投资人可以获得远高于票面利率的收益;如果市场行情没有如期所约,则投资人按照指定利率回售可转换公司债券于发行人,发行人无条件接受自己发行的可转换公司债券,显然,根据这一条款,投资者有更多的保护性选择权利。

(2)投资者的防范之处。可转换公司债券对投资者也不全都是有利之处,操作不好,也有许多弊端。具体讲,投资者在投资可转换公司债券时有下列几个方面需要防范。

①可转换公司债券由于转换失败给投资者造成的损失。因为可转换公司债券的票面利率一般低于同期银行利率,所以,在不能转换时,会有利息损失。例如,1993 年 1 月 10 日发行的宝安可转换公司债券的利率是年息 3%,则投资 10000 元三年后兑换可换本息 10900 元,而同期三年期银行利率为 8.28%,通过两次加息,以及 1993 年 7 月 1 日以后的保值贴补,则投资 10000 元可获本息 17333.5 元。可转换公司债券的收益为 9%,存款的收益为 73.3%。二者相差甚大,若买同期的三年期国债,收益更高。实际上,9%的收益和 1993 年以来三年的通货膨胀相比是负收益,损失极大。

②可转换公司债券给投资者可能造成差价损失。即使是可转换公司债券能转换成股票,但由于公司的经营业绩不佳或者是宏观经济影响股价下跌,转换后也会造成差价的损失。当然,投资者在上述情况下,有可能放弃转换权,这样一来,同样有利息损失。

③可转换公司债券给投资者可能造成二级市场损失。在可转换公司债券的二级市场交易中,投资者同样面对和股票市场同样的风险,如果投资者在转换后,对股票市场走势判断发生失误,就会遭到损失。当然,严格讲,这不是可转换公司债券自身带来的,这是股票交易的一般风险。

④可转换公司债券给投资者可能带来条款陷阱。所谓条款陷阱是指可转换公司债券的发行公司有可能通过债券合同中的附加条款,如赎回条款,把财务风险和经营风险转嫁给投资者。因此,投资者对那些承诺较高的票面利率的可转换公司债券需特别小心,特别是含有赎回条款的可转换公司债券。

(3)如何选择可转换公司债券。由上所述,可转换公司债券对投资者来说,风险与收益并存。既然有风险,那么投资者在选择此类金融品种时就要多方比较、全面考虑。就可转换公司债券而言,投资者在投资之前,应考虑下列几个因素:

①公司信用与资产比率。可转换公司债券属于中长期无担保公司债,利率又低于普通公司债,因此,在债券期限内如果发行公司经营很差,财务状况急剧恶化,那么就有可能危及到债权人的利益。投资者要选择那些上市时间相对较长,信用良好的发行公司,其中尤其是要注意资本结构是否合理。一般来讲,发行公司的负债率不宜过高,应该低于 50——60%,投资者必须考虑到如果转股失败,公司所发行的转换债券将对公司现金流失造成很大的冲击,在公司负债比率过高而股东权益比率偏低的情况下,甚至有可能导致公司破产。

②公司基本面的前景。可转换公司债券介于债券和股票之间,属于混合型金融品种,这样就决定了发行公司必须是一家股份有限公司,或者即将发行股票的公司,为规范起见,最好是一已经发行并上市交易的股份公司。因此,股票发行与上市交易的基本条件,应该成为发行可转换公司债券的基本前提条件。发行公司的经营能力、产业前景、财务状况等,这些会影响未来股价的因素,同时也是可转换公司债券能否实现转换和能否获得高利的关键。投资者有必要对发行公司的基本面的前景给予充分的分析研究。

③投资计划与资值潜力。可转换公司债券不仅票面利率要低于普通公司债,而且其转换价格通常要高于当前的正股价格,其溢价部分隐含了一种期权成分。正是这种期权性质,决定了可转换公司债券的发行公司必须是一种具有潜在成长力的公司,最直接的就体现在公司的投资计划中,投资者应考虑其投资计划是否良好,因为如果投资计划良好,未来将反映在企业的盈余以及股价上,否则,可转换公司债券的持有者可能受损。

④发行时机。可转换公司债券最终要实现转换,即转换为发行公司的普通股,这是发行人和投资人共同的心愿。转换能否顺利完成,除了其它一些因素外,转换价格的高低颇为关键,从投资者的角度来说,必须将转换价格与发行时机结合起来考虑。在股价的谷底期,发行公司所订转换价格较低,股价上升顺利,转换的机会也较大;反之,在股价的巅峰期,所订转换价格较高,则转换的可能性就很小了。总体而言,投资者要选择那些转换价格高于正股价不太多,甚至在一些特殊条件、特殊市场环境下,转换价格低于正股价的可转换公司债券,选择这种债券会给投资者带来更高的回报。

⑤利率走势。可转换公司债券无论是在转换前作为普通债券还是实现转换而成为普通股,都会受到利率走势的直接影响,利率的走势,与可转换公司债券的价格息息相关。利率走势与债券价格成反比,利率越低,越有利于可转换公司债券的价格,可转换公司债券的价格呈上升,可为债券持有者带来更多的获利机会。相反,在利率走势趋于上升时,投资者选择可转换公司债券则一定要慎重。

二、可转换公司债的发行(一)

1. 发行人的条件

第一,发行可转换公司债券的独特优势

从有着近二百年历史的西方发达的证券市场看,可转换公司债券这一新金融品种的推出也才不过近二十年的历史,70年代后期推出,80年代盛行。至80年代末90年代初才广泛为亚洲国家所采用。我国首家发行可转换公司债券的企业是1992年深圳宝安发行的五亿元人民币的三年期可转换公司债券。之后是中纺机和深南玻分别于1993年11月和1995年6——7月在海外发行的3500万瑞士法郎和4500万美元的五年期B股可转换公司债券。

可转换公司债券是一种仅凭发行人的信用而发行的无担保无追索权的债券,其信用等级较低,所评定等级一般比公司发行的不可转换公司债券要低,因而当公司破产时,其对资产的索赔权一般都后于其他债券,仅先于公司优先股。另外,可转换公司债券的市场价格波动较大,对投资人的风险相对公司其他债券持有者要高。加之可转换公司债券这一新型的融资手段和投资工具本身所固有的设计上的高难度和操作中的高风险,所以不是任何上市公司都可以轻易尝试的。

但可转换公司债券这一融资工具因有其独特的优点,对上市公司从资本市场直接融资有一定的诱惑力。在特定的经济周期和市场条件下,甚至会成为上市公司首选的融资手段。

首先,可以绕开发行一般公司债券时须涉及到人民银行关于企业债券额度控制的申请和审批的难题,其中大多中小型上市公司几乎是没有可能获准发行企业债券的。即使少数大型公司或有产业政策扶持项目的中型企业发行债券,但由于企业债券的信用较低,所需支付的利率较高,一般须高于政府发行的国债利率水平,且到期必须还本付息。相比之下,可转换公司债券因含有预期转股套利的机动功能,利率水平一般都较低,大多为同期银行储蓄利率的一半左右,资金使用成本低,财务费用支出少。

其次,当股市低迷时,公司在资本市场拟通过增资配股等发行新股的市场条件不利,且由于公司股票市价相对较低,发行溢价不高,所筹得的资金也相对地较少。同样,股市不振期间往往也是宏观经济形势偏紧,银行贷款利率居高且资金紧张,企业产品市场销售不畅之时,尚难以承受高成本的贷款。此时,便是上市公司发行可转换公司债券的冲动期,也会较为集中。

再次,可转换公司债券在转换成公司普通股以前的若干年里,公司所支付的债息可作为固定开支,打入企业成本,避免交纳公司所得税;而募股后的分红则必须是在交纳公司所得税后净利润中支付,且可转换公司债券一旦转换成公司的股票后,公司则用不着再付债息,省去了一笔固定的资本支出。虽说股票也要分红,但可视公司盈利情况而定,而没有责任必须支付多少数额。另外,可转换公司债券的成本也要比发行股票的成本要低,而日后又可逐步转换成公司股本。

对发行人来说,可转换公司债券的发行并转换成功可获得如下的预期利好效应:

(1)当年市场股权融资时机不佳时,发行可转换公司债券可以延迟当前低价股权融资,从而避免公司股票的市价因市场预期的除权效应而下跌,并减少对公司现有股权的稀释程度。

(2)由于可转换公司债券的利率明显低于普通的公司债券,所以公司在可转换公司债券发行后至转换前,可减轻利息负担,从而降低了公司的财务费用。

(3)由于可转换公司债券的转换期限较长,投资者在较长的时期年内将债务转换为普通股或出售或持有,对市场正股的利空影响不像一次发售新股那样明显和剧烈。

(4)可转换公司债券转股后,原先的债务因转为股权而消失或减少,股权资本增加,固定偿还的债务本金转为永久性资本投入,降低了公司资产负债比例,增强了公司财务强度及其举债的能力。

第二,《公司法》及有关法规中有关可转换公司债券的发行人条件

虽说管理层提出了1996年内可选择部分有条件的企业进行可转换公司债券的试点,但在政府关于可转换公司债券试行办法出台之前,有关发行公司的选择还只能依据《公司法》中的相关条件。

《公司法》第五章第172条中规定:“上市公司经股东大会决议可以发行可转换公司债券”,但“应当报请国务院证券管理部门批准”。发行可转换公司债券的公司“除具备发行公司债券的条件外,还应当符合股票发行的条件”。

即便可转换公司债券试行办法出台,其内容也只不过是对《公司法》中相关的原则性条款进行进一步的细化而已,而不会于“大法”相左或者背离。所以就具体条件而言,也只会严于《公司法》而不会宽于

之。

至于公司债券的发行条件,《公司法》第五章中已有较为详尽的规定;至于公司发行股票的要求,中国证监会每年对上市公司增资配股(即增发新股)都有明确的规定。具体分述如下。

《公司法》中关于发行公司债券的基本条件包括:

(1)股份有限公司的净资产额不低于人民币3000万元。由于《公司法》规定了上市公司的股本规模不得少于5000万元,所以上市公司当无此问题。只是对一些准上市公司拟发行可转换公司债券形式转换新股后上市有实际制约作用。

(2)累计债券总额不超过公司净资产额的百分之四十。这除对个别已发行了企业债券和B股可转换公司债券的公司有一定的参照意义外,目前境内绝大多数上市公司尚无此问题。

(3)最近三年平均可分配利率足以支付公司债券一年的利率。对照沪深两上市公司1993年——1995年的平均可分配利率,约有80%以上的上市公司是符合这一条件的。

(4)债券的利率不得超过国务院限定的利率水平。企业债券与政府国债相比,因其信用等级低,所以利率水平较之稍高。而公司可转换公司债券因其附有转股期权,所以利率水平则较一般企业债券和政府国债要低得多。

(5)筹集的资金投向符合国家产业政策。这对从事政府产业政策倾斜和扶持的以能源、交通、原材料、高科技和基础设施等为主导产业的公司则更为有利。

(6)筹集的资金必须用于审核机关批准的用途,不得用于弥补亏损和非生产性支出。这就为发行人的筹资动机打了预防针,并对其专项资金企图挪作他用作了限制。

(7)前一次发行的公司债券已募足的。此条的制约对象如同前款第二条。

(8)对已发行的公司债券或者其债务未有违约或者延迟支付本息的事实,且已不处于继续状态。由于可转换公司债券是一种无担保和无索回权的低级债券,所以对发行人资信状况作相应的审核是必要的。

(9)国务院规定的其他条件。等等。

证监会关于上市公司1996年增资配股的条件包括:

(1)公司章程符合《公司法》的规定。

(2)配股募集资金的用途必须符合国家产业政策的规定。这一条等同发行企业债券条件中的第五条。

(3)前一次发行的股份已经募足,并间隔一年以上,间隔时间是指从公司前一次募足股份后的工商注册登记日或变更登记日,至本次配股说明书公布日,其间不少于十二个月。这一条也类似于发行企业债券条件中的第六条。

(4)公司在最近三年内净资产税后利润每年都在10%以上,属能源、原材料、基础设施类的公司可以略低,但不低于9%。这一条更严于发行企业债券条件中的第三条。

(5)本次配股募集资金后,公司预测的净资产税后利润率应达到同期银行个人定期储蓄利率。这样就要求发行人对支付公司债权人的债息和股东的红利作一定的信用保证。

(6)公司在最近三年内财务会计文件无虚假记载或重大遗漏,这一条也如同发行企业债券条件中的第七条,是对发行人的信用状况作必要的调查和把关。

(7)配售的股票限于普通股,配售的对象为股权登记日登记在册的本公司全体普通股股东。但可转换公司债券作为集债务性和股权性于一身的混合金融品种,一般都要面向社会公众公开发行的。当然,公司股东通过股东大会决议要求有优先认购权的话,那就必须是先股东后社会。

(8)公司一次配股发行股份总数,不得超过该公司前一次发行并募足股份后其普通股股份总数的30%;公司将本次配股募集资金用于国家建设项目和技改项目的,在发行人承诺足额认购其可配股份的情况下,可不受30%比例的限制。在可转换公司债券试点初期,由于发行额度控制较紧,不妨先可利用发行人当年总股份30%比例的可配股数乘以每股的转换价格的方法来确定可转换公司债券的发行额度。

第三,可转换公司债券发行公司的选择

目前我国上市公司的筹资渠道有增发新股(包括配股)、发行企业债券和向银行贷款等几种形式。由于增发新股一方面受规模与条件的限制,另一方面会扩大企业的股本,降低每股收益;发行企业债券同样受到限额控制,而且筹资成本高,会使企业背上较重的债务包袱,向银行借款需要相应资产作抵押,同样与企业债券筹资一样,也存在较高的利息负担。而可转换公司债券却具有不增大企业股本、不用资

产抵押、筹资成本较低，以及在一定条件下可以转变为长期使用资金等几大优点。因此，可转换公司债券就会成为企业筹集资金的理想渠道而受到上市公司的欢迎。特别是面对目前较高的资金成本，许多公司对能通过发行可转换公司债券获取较低成本的资金会有较高的热情。但现阶段可转换公司债券尚处于试点阶段，“有条件的选择”发行公司又是必须的，而且可以说选择优秀的上市公司作为发行可转换公司债券的试点是确保试验成功的首要问题。中国证监会常务副主席李剑阁先生在1996年5月接受香港《文汇报》记者采访时说：中国正在制定企业发行可转换公司债券的有关办法，可望在年内出台。他说，可转换公司债券将在上市公司（包括H股及国内企业）率先试点。他还说，可转换公司债券的好处很多，但风险也很大。而中国的企业对此知之甚少，所以需要对其加强研究，稳步发展，不可一哄而上。

由于公司发行了可转换公司债券后最终是还本付息还是转股成功，其或然性很大，因此证券管理部门如将发行可转换公司债券的条件设定得过于严格，以致超出了配股条件，那么，绝大多数上市公司可能会倾向于花更多的精力去获取配股资格，而不考虑公司具体的资本结构和股东利益去申请发行可转换公司债券。如果证券管理部门将可转换公司债券的发行条件设定得过于宽松，以致低于公司发行企业债券的条件，那么，可转换公司债券的发行有可能过滥，对发行公司未来的长远发展会造成不利的影响。而且这样的可转换公司债券上市交易后，也会对市场造成冲击，降低市场交易品种的质量，给投资者带来损失，从而降抵投资者参与市场的信心。

根据《公司法》的规定，发行可转换公司债券的发行人首先必须是上市公司，而不是一般的股份有限公司，不同于普通的企业债券。其次，发行人又必须同时具备债券和股票的发行条件，其中特别是对发行人的经营业绩和盈利能力有量化的指标。因此，那些因公司业绩不佳而未获准配股的公司，企业绕道通过发行可转换公司债券来筹资的认识其实是一种误解。果真那样，不仅债权人的收益、甚至股权人的权益也会得不到保障，甚至还会使可转换公司债券的试点中途夭折。

这里值得一提的关于发行可转换公司债券公司的资产负债情况。应该说，将可转换公司债券引入市场，一方面为证券市场提供了一种新的投资工具，另一方面其转换性将加深人们对负债和股权的理解，债务向股权的转化这一思想。

从一家公司的资产负债表来看，资产负债与股东权益之间有一条界线，在传统的财务分析中，这条界线是相当明显的，界线两边泾渭分明；但在现代新型的公司资产结构中，虽然报表上的界线依然存在，但实际意义上的界线已变得模糊不清了。一种新型的公司融资工具，其风险越大就呈现出越多的股权特性；其安全性越高就越接近纯债务特性。

公司发行可转换公司债券的最终目的为的是实现股权融资，以增加股权资本形式来降低公司负债比重，从而增强公司财务强度。从这个意义上说，资产负债率较高的公司与其发行企业债券不如发行公司可转换公司债券更适宜。但可转换公司债券首先又应视为一种债券，虽发行人真正需要的是股权融资，但预期中的转换功能能否实现其不确定性很大，因此，对负债比例偏高的公司而言，其负债规模是比较敏感的，对发行可转换公司债券应慎而又慎；否则，一旦因公司经营业绩不佳，或因市场原因导致转换失败，会使企业处于转为过度的负债境地，面临更高的负债风险，陷入财务困境。单纯从这个角度分析，与其发行可转换公司债券还不如直接增发新股融资。

所以讲，一般获准发行可转换公司债券的公司，都应有着较大的经济实力和股本规模，具备稳健安全的财务结构和较高企业资信，具有较好的产品市场占有率和企业业绩增长能力，以及良好的企业发展前景。特别是主业突出、与政府产业倾斜政策一致的朝阳行业可优先考虑以此方式融资。

具体地说，对发行公司的市场形象和财务状况应有如下的要求：

（1）公司股票上市已有一定的历史，拥有较大的流通盘子，股性较为活跃，股价不易被人为操纵。业绩和股价长期来总体呈稳步趋升走势，能提高可转换公司债券上市后的交易价格稳定程度，同时，投资者在可转换公司债券到期前进行转股的可能性也有望提高。

（2）公司管理规范，无重大违规事件，注重维护投资者的利益。公司董监事持股积极稳定。公司属于国家产业政策倾斜或支持范畴，将这样的公司可转换公司债券引入证券市场，可以充分发挥这一金融工具的资源优化配置功能。

（3）公司业绩良好，总资产收益率、净利润和每股收益处于市场同板块的中上水平，以免可转换公司债券成为劣绩公司在配股以外的又一种圈钱工具；净资产收益率高于同期银行储蓄利率，这样在高

负债的情况下才能有效地应用财务杠杆提高每股收益。

(4)在公司资产结构中,资产负债比例适中一般企业不低于50%,金融类及公用事业类等公司可适当放宽,但以不低于30%为好。以免出现转换失败时对公司财务和经营造成巨大的冲击,甚至出现破产的威胁。

在可转换公司债券的发行公司选择上,为确保成功,在试点初期应侧重发行人的经营业绩和盈利能力,特别是主业明确、行业前景看好的绩优企业。在获得成功积累了一定经验后,再优先向国家产业政策扶持的能源、交通、原材料和基础设施等行业倾斜,特别是一些具有一定资产规模、股本较大、股价走势相对平稳的公司,以配合政府产业政策的调整和社会资源的优化配置。

2. 发行时机的选择

上市公司如因企业发展或新立项目须筹措资金时,除可采用一般企业向银行贷款或发行企业债券等办法外,还可通过非上市公司所不能为的从资本市场直接融资的渠道,如增资配股和发行可转换公司债券。但什么时期采取哪种融资手段则是大有讲究的。这不仅涉及到公司能否顺利足额筹到急需的资金,筹资成本是高是低,而且还关系到公司的市场形象和日后再筹资的企业信用。

第一,股市高涨时宜直接增资配股

当经济处于发展周期的高涨时期,往往股市也正是牛气十足的时候。具体表现在投指冲高,股价高挂,成交活跃。此时上市公司如有筹资计划,与其发行可转换公司债券,不如直接实施增资配股。一来此时正股市价居高,相对配股溢价才有条件相应抬高,公司可在一定的配股额度内筹得最多的资金,二来二级市场交投活跃,配购新股也会趋于踊跃,公司可以在短时间内便捷地筹得所需资金。

相反,如此时发行可转换公司债券,由于事前对若干年后的市场发展难以把握,且日后因股指大幅下调而导致转股功能丧失的风险概率也较大。果真这样,那么不仅一级市场债权人损失了债息差,二级市场的投资者也将损兵折资,而且发行公司届时还得再筹资还本付息,既扰乱了企业的经营秩序,又损害了公司的社会形象。

第二,股市低迷时宜发行可转换公司债券

股市低迷时往往也是经济周期的相对萧条期,社会资金紧缺,银行利率高,股市交投清淡。此时如想进行增资配股,由于正股市价较低,配股价溢不过,一定的配股额所能筹集的资金较少;而且市场交投不活,普通看淡后市,股东配股热情不高,公司即便是低溢价也未必能筹到预计的资金额,使得稀缺的股本资源未得到充分的利用。

如此时向银行申请贷款,如前所述,由于贷款利率偏高,公司资金使用成本较高,此时往往又恰逢公司产品销售市场疲软。如此不利因素相伴而至,由于筹资代价太大,公司一般较难承受。

而此时如改用发行可转换公司债券的手段进行融资,则往往容易被市场所认同而接受,公司筹资计划一般容易实现。因为,此时的市场投资者因股市损失惨重,为保存仅有的资金实力,会退守观望,继而寻求一种相对安全的投资渠道,伺机再作动作。而可转换公司债券正是这种既便捷又具有一定安全因素的投资品种。由于其进能攻退能守的特点,被公认为是一种防守——进攻型的投资工具。既有在正股市价下跌时获取本金和利息收入的安全性,又有在正股市价上涨时转股套利增加资本价值的机会,还有在公司分红水平高于债息率时选择转股(即从债权人角色变换为股权人身份),分享高收益的权利。

加之投资者对股市的周期变化认识普遍会形成若干月或若干年后股市终会盘出低谷和股价走高的心理预期,因此这时发行可转换公司债券,投资者乐于接受,市场容易认同,甚至会出现热销。而且此时市场正股价相当降低,转换价格设定也降低,一旦大势回缓走牛,股价上扬,股价超过转股价格,转换的机会就增多,转换成功的概率就高。

如此时出现利率下调,也有利于投资者,因为利率同可转换公司债券市价呈反比关系。利率下调,则可转换公司债券价格就会上涨。当然,发行人在拟定发行可转换公司债券计划时,也要判断市场利率走势,以制定科学的券面利率和转换价格。

第三,为转股成功选择合适的发行时机

当然,就像任何事情都有其利弊两个方面一样,对投资人来讲,或为了当时发行顺利并确保日后转股成功而言,股市越低迷似乎越有利,但对发行人来讲,正股市价越低,则转股溢价也就越低,所筹得的资金也相对较少;或者说在核定的集资额度内,转换溢价越低,可转股数量就越多,发行人日后的股本扩张压力就越大,对今后每股的盈利要求也就越高。特别是出现股市回缓走牛,持券的债权人会因出现暴利套现的机会而过早地集中实施转换,其对发行人的盈利压力等负面影响会更明显。何况股市低迷时的银行储蓄利率水平往往也较高,此时发行可转换

公司债券的票面利率水平也会相对较高，对发行人不利。因此，从发行人角度分析，发行可转换公司债券的理想时机也并非是股市最低迷的时期。

一般来讲，可转换公司债券的发行以宏观经济由谷底开始启动、股市由熊走牛为最佳时机。因为此时投资者对股票正开始由逃避、害怕转向靠近、欢迎，并对股价预期看好，作为与股票紧密关联的可转换公司债券也因此而受到青睐，所以可转换公司债券在此时发行会较为顺利。之后，随着经济启动的加快，股市也逐步进入牛市，股价高涨，此时可转换公司债券的持有人便会纷纷将可转换公司债券转为股票。当然，当经济处于紧缩、股市处于低迷的时期发行可转换公司债券也是可以的，但应避免在经济处于高涨，股市处于牛市顶峰时发行可转换公司债券。否则，将很可能导致可转换公司债券在到期前转换为股票的困难。深圳宝安可转换公司债券的最终转换率仅为发行总额的2.7%，其主要原因也在于此。

所以说，在兼顾债权人、股权人和发行人三方利益的基础上，在考虑发行顺利的同时更要考虑日后转股的成功。因此应选择一个股指(股价)位于历史上中偏下的次低区域作为发行可转换公司债券的时段，则较为适宜和理想。

我们知道，只有发行和转换双双获得成功的可转换公司债券方案，才称得上是真正意义上的成功设计。而要获得这双双成功，发行时机的选择不能不说是至关重要的。发行时机选择不当，要么造成可转换公司债券发行的困难。要么造成可转换公司债券在到期之前转换为股票的困难。不管发生以上哪一种情况，无论对市场还是对投资者或筹资人来讲都会产生不利的影响。可以这么说，有的可转换公司债券方案由于发行时机的选择不佳，从一开始就便注定了其日后转换失败的命运。我国的宝安A股可转换公司债券的"发行成功，转换失败"就是一个典型个案。同样中纺机B股可转换公司债券1993年发行至1995年底，由于正股市价远低于转换价格而一股未有转换，也与当时时机选择不当而B股指数现已跌去一半直接有关。

证券市场瞬息万变，所以一旦发行人和承销商选定了可转换公司债券的发行时机，就应立即设计方案，抓紧申报程序，尽快组织实施，以避免贻误良机，世界很多行内人士就曾将1994年初由高盛公司和美林证券作合伙牵头行为盘谷银行发行四亿美元可转换公司债券的失败作为一个典型，在1993年泰国市场看好的情况下已获准并已定价，但由于官僚和程序上的拖延，直至1994年初才得以发售，虽然所发的可转换公司债券被誉为蓝筹债券，但发行时正值泰国股市下跌(发售前的年初已显紧张预兆，股指几天急跌了7%)，使得发售工作进展缓慢，进行困难，这一"没想到的失败"使得牵头行不得不将80%的销售余额长久地搁在账上，发行后不久，可转换公司债券上市交易价已跌至券面的97%，三个月后又跌至86.7%。

总之，过去我们在将一些国有大中型企业改组成境内或境外上市公司时，为优化上市指标，增强投资者的投资积极性，有时也考虑负债重组的方式，但往往受这样一个问题的困扰，即债务通过什么样的形式进行重组从而完成债权向股权的转移。可转换公司债券是实现这一转移的方法之一。当然，利用可转换公司债券来降低国有企业的过度负债也有其局限性，首先它只对那些准备发行股票上市交易的公司适用，否则可转换公司债券就没有可"转换"的基础。其次，发行可转换公司债券对于已经股票上市的公司来说尤为新鲜，国家政策也只允许进行试点，而将其推进到尚未上市的公司，在政策上恐一时难以认可。最后，即使是允许非上市公司在上市前利用发行可转换公司债券进行负债重组，对发行公司和投资者来说都有很大的风险，例如，监察问题和信息披露问题等。这些风险能否有效的规避，除了发行公司加强管理，提高资产盈利率外，在可转换公司债券的设计上，与上市公司的可转换公司债券的发行设计相比，难度也会更大。

但话说回来，如果能进行这样的尝试，其好处也是显而易见的。首先，通过发行可转换公司债券进行负债重组，最快、最大的受益者就是国有企业的主要债权人银行和非银行金融机构。这样可以保护债权人的利益，同时也保护了广大储户的利益。此外，企业之间的债权债务关系一部分也可以通过这种方法解决。其次，通过发行可转换公司债券进行负债重组可以使一批效益好，有发展潜力而又受高负债扼累而不能上市的国有企业上市，使更多的国有企业通过这种方式进入资本市场。第三，通过发行可转换公司债券进行负债重组，缓冲了债权向股权的直接转换中带来的种种矛盾和问题，同时也不会造成由于股市的急速扩容而给证券市场带来的振荡。最后，通过发行可转换公司债券进行负债重组，可以避免国有企业先债务重组后改制的种种弊端，使企业在改制的同时卸掉了一部分债务包袱。

3. 转换价格与转换条件

转换价格(Conversion Price)是指可转换公司债券转换为每股股票所需可转换公司债券的票面金额。如转换价格是4元,即是说4元券面值可换一股普通股股票。转换价格是可转换公司债券要素中最为重要的,它决定着发行与转换成功与否的关键,深刻影响着投资人的收益、股票价格的变动等等,因此,转换价格是发行人和投资者最为关注的要素。

第一,转换价格的决定因素

决定转换价格的因素很多,但主要有以下因素:

(1)股票价格。股票价格是最为重要的影响因素。股票的市场价格和价格走势直接主导着转换价格的确定,股价越高,转换价格也越高。由于股票价格是公司经营业绩和综合素质的全面反映,转换价格也是公司业绩和素质的综合体现,而且更重要地体现中长期公司前景,因此转换价格是同股票价格息息相关的。

换股溢价比率(Conversion Premium Ratio)是表示转换价格与债券发行时的股价接近程度的指标,公式为:(转换价格－股票时价)÷股票价格,如果可转换公司债券发行时股票价格为10.8元,转换价格为12元,则换股溢价比率为11.1%。换股溢价比率越大,表明二者差距越大,越不容易转换,反之,则二者价格接近易于转换。换股溢价比率经验数字一般在5%——20%之间。

制定转换价格有时以发行前一段时间的股票市场时价的均价上浮一定幅度作为转换价格,通常上浮5%——20%,这一点同上述的换股溢价比率。在此可以看出,转换价格与股票价格密切相关。

(2)债券期限。显然可转换公司债券的期限越长,则相应的转换价格也越高,可转换公司债券期限越短,转换价格越低,这是由于股票价格随着公司经营发展使得业绩逐步提高,每个股份所占有的利润逐步增加所致。值得注意的是可转换公司债券发行后到可以行使转换权利的时期直接影响着转换价格,这个滞后的时期通常需要一个月到一年不等,等待转换的时滞越长,转换价格也就越高。但一般不超过一年。

(3)利息率。一般地说,利息率高则转换价格也高,利息率低则转换价格也低。息率是同可转换公司债券的期限长短相一致的,期限越长,息率越高,转换价格就高,反之,转换价格就低。美国的USX公司80年代初发行的20年期的可转换公司债券不仅成为时间最长的可转换公司债券,而且利率高达5.75%,成为可转换公司债券家族中利率最为丰厚的可转换公司债券之一。

(4)发行地点。发行地点总是同投资人联系在一起的,每一个发行地域的投资人对可转换公司债券的产业性质、经营业绩、市场的价格比较、利润期望等都有一定的判断取向,同时,发行地对发行可转换公司债券的要求适用的法律环境、信息披露等,也影响着发行的成本,从而影响了转换价格。转换价格的高低总是投资人以发行地的市场背景、横向比较分析做出判断的,因此,不同的发行地,会产生不尽相同的转换价格。

(5)上市地点。根据上述情况,上市地点的技术条件、交易制度条件、市场活跃程度、市场规模、投资群结构等都影响可转换公司债券的转换价格。

第二,转换价格的种类

转换价格存在着许多不同的种类,但主要有以下几种:

(1)直接定价和时价。公司发行可转换公司债券公告中直接约定的价格,如转换价格规定为12元,就是公众将可转换公司债券换为股票的价格。这种价格通常需要对股票市场走势做出较为准确的判断,可转换公司债券的主管部门及其有关机构对可转换公司债券发行申请能做出迅速的批复,使得转换价格与市场波动趋势基本一致才有可能实行直接定价的办法。相比较直接定价,时价具有更好的灵活性和适应性,它是以一段时期相应股票价格的简单算术平均数为基础,上浮一定比例作为转换价格。通常发行前(公告前)以一个月或一周的收盘价的平均价为基础的,这样的转换价格仅仅依赖于市场状况,使得转换价格合理、适度。当然,正是由于过分的市场行情依赖,也使转换价格拘泥于市场的短期变动,不能全面反映未来的市场大势,尤其是可转换公司债券着力强调的是公司未来的长期增长,可转换公司债券行使转换权利还存在一定的时滞,所以,完全使用时价也有一定的局限性。一个合理、适度的转换价格总是需要直接定价和时价的综合考虑来完成的。

非上市公司的转换价格在本质上是同上市公司的转换价格是一致的,都是以公司的经营业绩为基础的。但由于没有可比的股票价格,就以相同或相似行为、经营业绩、资信的公司为参考依据计算。通常以参考公司的市盈率,计算出参考股票价格,然后进行股票价格基础上的溢价设计,即非上市公司的转换价格。也可依据下列公式计算:

转换价格＝(参考市盈率×上市前税后利润－

发行可转换公司债券面值)÷公司现有股份

假设通宝公司现有股份总额为 6000 万股,预计 1996 年底税后利润为 3000 万元,公司拟于 1996 年 6 月 1 日发行可转换公司债券面值 15000 万元,(利率 4.5%,7 年期)预计将在 1997 年 6 月前上市,同类公司的参考市盈率为 18,那么,通宝公司的转换价格为:

$(18\times3000-15000)\div6000=6.5$(元)

(2)分阶段的转换价格。上述转换价格通常对于期限较短的可转换公司债券适用,如 5——7 年的可转换公司债券,而对于大于 10 年的长期可转换公司债券使用一个发行时制定的转换价格兑换股票不能适应不断变化的市场发展和公司增长,减少股权稀释,促进转换,因而,就产生了分阶段的转换价格。出于发行人的目的,使用分阶段的转换价格也有利于公司可转换公司债券的尽早转换。分阶段的转换价格有两种分类:

①分期递增的转换价格。在可转换公司债券期内,转换价格分期递增,如 20 年期的可转换公司债券可以有以下不断递增的转换价格:

第一个五年的转换价格为 6.5 元

第二个五年的转换价格为 8.5 元

第三个五年的转换价格为 10.5 元

第四个五年的转换价格为 12.5 元

②以数量递增的转换价格。在转换期内,转换为股票的可转换公司债券数量分别以不同的转换价格进行转换,如:

以 6.5 元转换价格可以转换 25%的可转换公司债券

以 8.5 元转换价格可以累计转换到 50%的可转换公司债券

以 10.5 元转换价格可以累计转换到 75%的可转换公司债券

以 12.5 元转换价格可以转换剩余的全部可转换公司债券

(3)转换价格的调整。以上所述的转换价格都是在公司权益不变的情况下制定的,但当公司发生股份拆细、公司合并、配股或发行新股、增发新可转换公司债券、送红股和分派股息、出售资产等情况下,转换价格因公司的每股权益而发生变化,上述转换价格应做出适当的调整,尤其在公司净资产稀释的情况下,投资人的利益降低的条件下,调整转换价格是必须的。为区别调整前和调整后的转换价格,我们称调整前的转换价格为基准转换价格,调整后的转换价格为调整转换价格。

除了可转换公司债券自身转换为股票的情况之外,只要在可转换公司债券发行后,公司股份发生变动时,发行人就应当调整基准转换价格,并且在新股发行除权基准日进行调整和公告,以保证投资人的利益,由于调整转换价格发生的条件是多种多样的,在此仅就部分情况的调整转换价格 P 进行计算如下:

①派送红股。

设公司的基准转换价格为 P_0,公司股份总额为 n_0,送红股 n_1,则调整后的转换价格为 $p=p_0\times(n_0+n_1/p_0)\div(n_0+n_1)$

如公司已发行股份为 5000 万股,基准转换价格为 6.5 元,年终分红股 10 送 3,这时的调整转换价格

$P=6.5\times(5000+1500/6.5)/(5000+1500)=5.23$(元)

②发行新股或配股。

假如上述条件由送红股改为配股 n_1,配股价为 a 元,这时的

$P=P_0\times(n_0+a\times n_1\div P_0)\div(n_0+n_1)$

假如按 10 配 2 的比例进行配股,配股价为 2.5 元,那么,调整的转换价格为

$P=6.5\times(5000+(1000\times2.5\div6.5)\div(5000+1000))=5.83$(元)

也可依照股票时价计算 P,

$P=P_0\times(n_0+a\times n_1/Pc)/(n_1+n_0)$

这时的 P_C 为配股除权前一定交易日该股票收盘价的平均价,"一定的交易日"可以选择一周五个交易日或 10 个交易日,也可更长的时间如 30 个交易日。假设我们选择 30 个交易日计算出的股票收盘价 Pc 为 5.5 元,则调整的转换价格为

$P=6.5\times(5000+1000\times2.5/5.5))/(5000+1000)=5.23$(元)

③送、配同时。

当送红股、配股同时进行时,可由上述两个公式计算出调整的转换价格

$P=P_0\times(n_0+(n_1+a\times n_2)/P_0)/(n_0+n_1+n_2)$

如果公司以 10 配 2 送 3,配股价为 2.5 元,则调整的转换价格

$P=6.5\times(5000+(1500+1000\times2.5)/6.5)/(5000+1500+1000)=4.86$(元)

④低于基准转换价格,增发可转换公司债券。

公司发行可转换公司债券后,如果以低于基准

转换价格增发新的可转换公司债券,如新可转换公司债券的转换价格为 Pn,可转换公司债券可转换为股票的总量为 n_1,则调整的转换价格为

$$P=P_0\times(n_0+Pn\times n_1/P_0)/(n_0+n_1)$$

假设新发行可转换公司债券总量为 10000 万元,转换价格为 5 元,则可转换成 2000 万股,调整的转换价格

$$P=6.5\times(5000+2000\times5/6.5)/(5000+2000)=6.0(\text{元})$$

当然,也可以一定交易日的股票收盘价的平均价 Pc 来计算上述调整的转换价格

$$P=P_0\times(n_0+P_n\times n_1/Pc)/(n_0+n_1)$$

⑤派息。

公司分派股息稀释每股权益,股票价格降低,从而影响转换价格。我们假定 V 为公司支付的股息总额,调整的转换价格

$$P=P_0\times(n_0-v/P_0)n_0$$

如果公司以 0.2 元/股派息,$V=0.2\times5000=1000$ 万元,则

$$P=6.5\times(5000-1000/6.5)/5000=6.3(\text{元})$$

第三,我国转换价格制定的思考

可转换公司债券作为一个新的金融品种引入中国,必需结合我国的实际情况,建立适应我国市场的可转换公司债券制度和设计理论,这种新品种才能“攻玉”,才能为我国广大投资者所接受,才能为我国经济建设更好地服务。从目前市场讨论的情况看,有两种截然不同的观点值得关注,一种观点认为,在我国目前市场条件下,发行有溢价的可转换公司债券难度和风险程度很大,现在的时机尚不成熟,只能折价发行(低于股票的价格市场)。另一种观点则认为完全可以发行含有溢价的可转换公司债券。由于转换价格制定的依据是相同的,我们有必要了解价格的高低的明显分歧,这对于我们的投资和发行都是重要的。

(1)折价发行的依据。

①我国股票市场是个不成熟的市场,投机性强、股票波动剧烈。见图 6.2.1,在这样一个投机性极强的市场上,股票价格波动难以估计。

大多数人认为,股票价格不能反应或不能完全反应公司经营业绩及其它市场条件,以股票时价为依据来转换价格,不能形成准确的增长预期,转换价格又以未来股票价格的增长为转换的条件,就更不能保证转换的顺利成功。对发行人和投资人来说,转换能否成功都将面临极大的风险。因此,设计较低转换价格的可转换公司债券对双方来说降低风险、实现转换都是有利的。

②利率调整的市场化程度低。由于我国中央银行在决定利率变动时,更多地考虑了国民经济建设的计划规模和政府倾向,国家在管理经济活动时较少使用市场化的货币政策和财政政策,使得可转换公司债券所依赖的股票市场的变动方向难以正确地判断。

③我国股票的市盈率高,不具有投资价值。

④到目前为止,我国发行的宝安可转换公司债券、在瑞士发行的中纺机可转换公司债券,南玻可转换公司债券尚没有一个良好的市场股价表现。宝安可转换公司债券的转换基本上是失败的,中纺机和南玻的转换条件的前景不容乐观(见表 6.2.3)。

显然,转换价格同股票价格的差距越来越大,转换条件能否存在新的转机,前途未卜。

(2)溢价发行的依据和措施。针对上述观点,存在截然相反的判断,并结论:在我国市场上不仅可以发行溢价可转换公司债券,而且转换也能够成功。

①同国际若干新兴市场相比,我国股票市场的公司价值被低估了。就目前股票指数上海交易所为 600——700 点,深圳交易所为 1300——1600 点,市场平均市盈率为 18——20 倍,同南亚、南美国家相比,市盈率偏低。可以得出结论,中国股票市场具有投资价值。目前的市场情况有利于发行和未来转换成功。

②从国际惯例看,可转换公司债券所设计的转换价格一般都是溢价发行的。可转换公司债券的优势之一就是“发行价格高”,尤其是在不利于高价配股的条件下,发行人通过可转换公司债券可以在同等股权扩张的情况下募集到更多的资本。如果公司以低于现行股票价格发行可转换公司债券,性质雷同“配股”。失去了可转换公司债券应有的意义。

表 6.2.3　境内公司已发的 CB 最新概况

项目	宝安 A 股	中纺机 B 股	南玻 B 股
发行数额	50000 万元	3500 万瑞士法郎(约 2333 万美元)	4500 万美元
发行时间	1992 年 10 月	1993 年 11 月	1995 年 6—7 月
到期时间	1995 年 12 月 31 日	1998 年 12 月 31 日	2000 年 7 月 17 日
年限	3 年	5 年	5 年
券面利率	3%	1%	5.25%
转换价格	RMB $23/股(调整后为 19.392/股)	US $0.43/股(调整后为 0.33/股)	HK $5.15/股
正股均价	RMB $28/股	US $0.408/股	HK $4.90/股
转换溢率	89.3%	105.4%	105.1%
最新正股价	RMB $2.84(95.12.31 摘牌价)	US $0.162(96.5.6 收盘价)	HK $3.38(96.5.6 收盘价)
回售溢利		96.9.15——96.10.15	98.8.31
赎回条件	期满 2.5 年至到期日前的半年随时可按 3%的溢价赎回须提前 60 天公告	正股连续 30 天高于转换价 150%	正股连续 60 天高于转换价 160%时;连续 60 天每日成交量在 100 万美元之上
已转换股	69.16 万股(1350.7 万元)至兑付前		275 万股 141 万美元(至 95 年底)
占数比例	2.7%		3.1%
主承销商	中银深圳国际信托	瑞士银行	瑞士银行
上市地	深交所	瑞士银行柜台交易	瑞士银行柜台交易

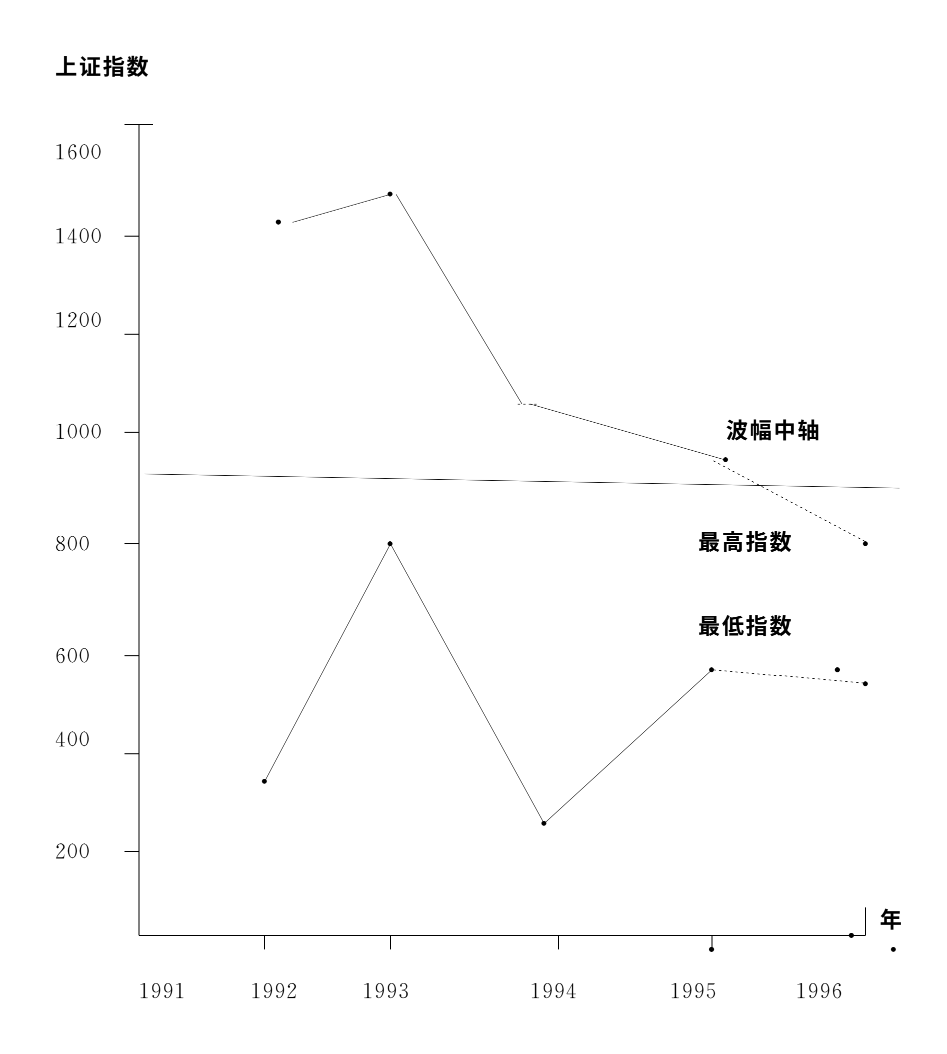


图 6.2.1 上证指数年落差波幅图

③折价发行时,发行方式只有向原有股东配售的方式,以避免损害老股东的利益。否则,低于市场现行股价的转换价格向社会公开发行必然侵害原股东的利益。向原有股东配售,投资人范围小,未来进一步融资可能造成困难。

④溢价发行是发行人对公司的未来经营业绩看好、股价看涨的信心表示。折价发行至少对投资人来讲意味着对公司股票上涨潜力信心不足。况且,只有具备发行公司债券标准和发行股票双重标准的公司才可能达到可转换公司债券发行的条件,应当说,发行可转换公司债券的公司是和前景看好的公司,未来股票价格上涨的趋势理应是肯定的,不应当制定较低发行价格的转换价格。

⑤针对溢价发行影响投资人的购买力和转换压力的担心,完全可以通过以下几个方面的措施加以回避:

首先,选择市场价位相对较低,并在未来预期内有长期上扬趋势的时期发行可转换公司债券,这对发行人、承销商和管理机构都是重要的。此时,制定的溢价转换价格相对较低,未来市场看涨机会较多。当然,对发行人来说,在股价相对低迷时期发行可转换公司债券比配股的有利因素多。

其次，选择质量、业绩上乘的公司作试点，避免因公司业绩不佳影响转换。从我国上市公司的质量来看，的确存在一些质量低的公司向社会公开募集资本，上市后，经营业绩不佳，影响了上市公司应有的社会地位和损害了上市公司的形象。证券主管机构务必把可转换公司债券的发行公司的经营业绩、管理水平、领导素质等方面严加考核，把最优秀的公司选拔出来作为可转换公司债券的试点单位，在发行主体上确保公司的合格。只有这样，才能保证投资人的权益，才能保证未来可转换公司债券的发行和转换成功。

在可转换公司债券要素的其它方面，设计出相对灵活的方案以充分考虑市场的波动性。特别是在转换价格调整的设计、赎回条件的设计等注意其灵活性。

4．可转换公司债的赎回条件和回售条件

可转换公司债券所具有的复杂性，包括可转换公司债券的市场价格同股票价格的联动、转换价格的调整、可转换公司债券对市场的依赖和敏感特征都增强了可转换公司债券的魅力和饶有兴趣的可变机理。随着市场的发展，为进一步保护发行人和投资人的利益，可转换公司债券设计要素中引入了赎回条款和回售条款，使得可转换公司债券的市场变化气象万千，成为资本市场上的一只成熟的、有吸引力的不可替代的金融品种。

第一，设定赎回条款的目的和特征

赎回在可转换公司债券概念中是指发行人在发行一个时期后，可以提前赎回未到期的发行在外的可转换公司债券，早赎的价格一般略高于面值。人们经常使用赎回条款、赎回条件、赎回选择权等概念，实际上三者都是与赎回行为相联系的，只是强调的角度和主体不同而已。可以这样说，赎回条件是指赎回行为发生的市场具体条件，赎回条款仅限于发行可转换公司债券时，公司向投资人所做出关于赎回的书面约定。赎回选择权是发行人拥有的赎回条件出现时的赎回权力。

赎回具有以下几个特征：

（1）赎回是一种偿还方法。可转换公司债券偿还一般有四种方法，即到期偿还、到期前偿还、赎回条件下偿还和投资人回售条件下偿还，赎回和回售是偿还方法之一，只不过是到期前偿还的、强制性的特定方法。

（2）赎回条款是绝对有利于发行人的条款。因为它更多地考虑了发行人如何避免利率下调风险、还本压力以及财务风险，投资人在赎回条件下无法选择，迫使在赎回条件生效前做出不是最优投资选择的选择。

（3）相对应的，赎回限制了所可能取得的投资人的利益。在长期牛市过程、利率下调等情况出现时，发行人的赎回权削减了可转换公司债券持有人的潜在收益。

设计赎回条款的主要目的是：其一，避免市场利率下调所带来的利率损失。由于可转换公司债券大多期限较长，有的长达 20 年，发行可转换公司债券后，发行人不可避免地遇到市场利率下降或贴现率下调的情况，有时下调幅度较大。对发行人来说，当进行新的市场融资的成本比发行在外的可转换公司债券所支付的成本低时，发行新债券或以其它金融工具进行市场融资就更为合算，那么，赎回旧有的可转换公司债券，再组织新的融资活动是十分有利于发行人。这就产生了可转换公司债券设计中的赎回条款。假如没有这样的条款保护发行公司的利益，发行人将会面临很大的市场风险，其二，加速转换过程，赎回条件通常是不利于投资人的，赎回条款的制定，加速了可转换公司债券转换为普通股的过程。当赎回条件出现时，发行人按照事先约定，发布公告，迫使投资者在赎回日前的若干交易日内转换。尤其在牛市过程中，发行人按照事先的约定在未到达股市更高峰前，要求赎回，从而避免了转换因股市的突然下跌转换受阻的风险，也为了避免回售条件和到期兑付本金的情况发生。

第二，赎回条款的要素

标准的赎回条款一般包含以下陈述：

“发行公司有义务和权利赎回本次发行在外的可转换公司债券，但应在‘赎回通告’上向全体可转换公司债券持有人发出赎回申请，通告时间不少于 30 天，但最长不超过 60 天。可转换公司债券持有人可以在以下任何时间和价格（价格表示的是发行的面值的百分比）出售所持有的可转换公司债券的一部分或全部数量于发行公司，赎回时间为从一月一日开始的全部 12 个月，赎回价格为：

1990年	106%	1993年	103%
1991年	105%	1994年	102%
1992年	104%	1996年	101%

以后直到到期前,赎回价格等于面值。可转换公司债券到赎回日的总价值可以按照上述分期价格加总计算,发生以下情况时:

(1)1992年1月1日前,除非公司股票收盘价达到或超过转换价格的150%,并持续30个交易日。

(2)1992年1月1日之后到1996年1月1日之前,如果公司收盘价达到或超过转换价格的120%,并持续30个交易日。

以上是赎回条件的一般表述,应当看到发行公司的条件和时机不同,所制定的赎回条件也是有区别的,但赎回条件一般应包含以下要素:

(1)不赎回时期。这是指发行后到开始第一次赎回的时间长短,当然,这个时间越长,股票增长的可能性也就越大,赋予投资者转换的机会也就越多,越有利于投资者。不赎回时间一般为三年。有的可转换公司债券没有不赎回时期,可转换公司债券发行后即存在赎回的可能性,这种情形常给予较高的赎回价格,对投资人来说风险不大。

(2)赎回时间。可转换公司债券结束不赎回时期后,可转换公司债券即进入赎回时期。具体的赎回时间一般分两种,不限定时间和有限定时间内的赎回。

(3)赎回价格。一般规定赎回价格为面值的3%—6%,随发行后的时间越长,则价格越低。如美国GENERAL SIGNAL公司1992年发行的2002年到期的可转换公司债券,其赎回价格规定为:

1995年6月1日	103.59
1996年6月1日	102.88
1997年6月1日	102.16
1998年6月1日	101.44
1999年6月1日	100.72
2000年6月1日	100.00
2001年6月1日	100.00

以上价格是以百分比表示的,越接近到期日,赎回的价格就越低,最后只是面值赎回。

(4)赎回条件。这个因素是最为重要的,一般规定股票价格发生何种情况发行人可以行使赎回权利。这里有两种情况的赎回条件的设定.其一,无条件赎回,规定可转换公司债券发行后通过不赎回时期,至到期日之前,发行人按照约定的价格,比如(3)中列示的价格表,进行可转换公司债券赎回。由于不赎回时间是由公司未来成长业绩和股票价格上涨幅度决定的,考虑了投资者的利益,因此,赎回的起迄时间并非有很大的随意性。但发行人可以根据"加速转换"和财务安排的实际情况,设计无条件赎回的时间跨度。

其二,有条件赎回,是指设定股票价格的上限,即当股票价格上涨到一定的程度时,要求转换,负责按照约定的条件赎回。一般规定当可转换公司债券相应的股票价格达到或超过转换价格的一定幅度时,并持续一定的时间后,发行人的赎回权可以行使。国外通常把股票价格达到或超过100%——150%作为涨幅界限,同时在该价格水平上维持一定期限如30个交易日作赎回条件。如中纺机1992年发行的五年期可转换公司债券的赎回条件为:

·当股票价格上涨超过150%并持续30天,1994年12月31日赎回日的价格为104%,以后每年减一个百分点。

·无特殊原因,1996年12月31日赎回日的价格为110%,1997年12月31日为101%,以后每年减一个百分点。

·由于税收原因,1995年12月31日,赎回日的价格为103%,以后每年减一个百分点。

其中,第一条就是有条件的赎回。

根据我国目前的市场状况,股票上涨的上限可以适当提高些,而持续的时间可以适当降低。以上两种情况在实际设计中通常被混合使用了,赎回条件既包含一般股票市场情况的无条件赎回,也包含加速转换约束力强的有条件赎回,这是可转换公司债券设计达到比较完美的一个标志。

在有条件赎回中,还有以转换价值/可转换公司债券面值为标准的设计,当公司的转换价值持续超过可转换公司债券价值一定比例超过130%时,并持续若干个交易日,则发行人行使赎回权。其实这个比率与上述的股票价格/转换价格的比率在本质上是一致的。两个比率的分子都是以股票价格为核心的,分母都是固定的。因而在实际发行设计中,经常共同使用,以提高赎回权的约束能力。

在赎回条件中,经常有硬赎回与软赎回条件的区别。

当赎回条款生效时，发行人可以有两种方式支付债券本金和利息，一种是以现金支付，另一种不是直接支付现金，而是以发行新的认股权证、可转换公司债券或其它工具来实现赎回。前一种赎回需要发行人储备大量的现金，可能造成公司财务困难、还款压力，尽管这是一次低成本的融资和偿付，但对于公司长期使用和占用资金的需求愿望来说，赎回不能不产生一定的消极影响。而后一种则明显缓解了上述压力，资金的暂时占用，可能使尚未产生经济效益的可转换公司债券投资项目产生新的利益。软赎回也是对设计公司长期的股权增长战略，建立健康、合理的资产结构有积极意义 的。

硬赎回和软赎回实际上是公司长期发展和短期利益的辩证选择，前者是建立在公司目前的经营和财务情况良好的状态下的设计，为未来公司的长期发展奠定良好的股权和资产发展基础。而后者是未来公司利益的提前透支，它保证了当前的经济利益和企业的持续发展，但未来股权扩张的压力增大 。

（5）赎回条件下的利息计算。赎回日前，赎回价格按照给定的赎回价格，如 105％的票面价格，然后再计算出应计利息，即当年的利息率到赎回日的利息。举例如下：公司发行的可转换公司债券的票面利率为 5.75％，赎回价格为 105％，赎回日是 6 月 1 日，这时投资人得到的可转换公司债券价值为：

$$105+5.75\times150/360=107.39(\text{元})$$

（6）赎回日期和地点。赎回情况下的赎回日期总是事先在公告书中约定好的，一般的赎回日期是在每个应计利息年后进行。赎回地点可能临时通知也可能同赎回日期一样在公告书中载明。作为投资人能够容易得知这些信息的变动情况。

3. 回售条件

与回售条件相关的概念有回售条款、回售选择权等。在公司股票价格表现欠佳时，投资人有权利要求发行人收回发行在外的可转换公司债券，并在指定日期内以高于面值的一定的溢利率出售给发行人。1975 年日本的东芝公司发行了第一只含有回售条款的可转换公司债券。当时，东芝公司规定的票面利率为 6.75％，1990 年到期，回售条件是投资人可以要求公司 1980 年 9 月底以 112 元的价格赎回其可转换公司债券，五年的收益率为 8.93％。此次发行在日本获得巨大成功。产生回售条款的直接原因在于发行人为使可转换公司债券发行顺利和筹资成功。回售主要有以下几个因素：

（1）回售价格：回售价格是事先规定了的，一般比市场利率稍低，但远高于可转换公司债券的票面利率。中纺机发行的 1993 年—1998 年的可转换公司债券的回售条件为：

“1996 年 9 月 15 日—10 月 15 日登记的公司债权人有权回售公司可转换公司债券，回售时间为 1996 年 12 月 31 日，价格为面值的 110％。”

在这里的价格为 110％，这时的收益率为 4.108％。

（2）回售时间是事先约定的，一般定在整个可转换公司债券期限的 1/3 时间为回售时间。对于十年期以上的可转换公司债券，大多定在五年以后为回售时间。

（3）回售选择权，发行人承诺到达回售时间时，股票的价格要应达到一定价位，此时如果发生转换，投资人可以获得远高于票面息率的收益。如果市场行情没有如期所约，发行后较长时间内，股票价格没有良好的表现，转换无法实现。股票价格达不到应有的行情的原因可能很多，包括市场利率的上涨、后续发行的证券具有更好的价值、公司不景气、其它因素等，则投资人按照指定息率回售可转换公司债券于发行人，发行人无条件接受可转换公司债券。如一家公司可转换公司债券的票面息率为 4.25％，公司承诺在指定的日期可转换公司债券收益率达不到 10％的话，公司将在指定日期接收回售的可转换公司债券。欧美市场通常以美国国库券的利率另加几个点来计算投资人的收益率的。

回售条件有以下主要特征：

（1）回售条款不经常使用，发行人容易接受的方案通常是未来判断准确、融资成本确定、不需要更多附加条件如回售条件支持等发行的方案，况且，在发行方案的制定过程中，发行人的作用一直起重要作用，能使用回售条款的发行方案不多。

（2）假如使用了回售条款，那么票面利率将更低。回售条款是随着市场的不断发展而推出的更有利于投资人的保护性条款。相对于发行人具有的赎回条款，回售条款利益保护偏向于投资人。正是可转换公司债券具有回售条款使得该品种更具有吸引力。但是，附加了回售条款的可转换公司债券，发行人就更有理由支付更低的息率和规定更高的转换价格。投资人在回售条件下购买可转换公司债券所支付的成本提高。

（3）包含回售条款的可转换公司债券对投资者更具有吸引力。可以说，发行后所有的市场风险都由发行人来承担了，发行人的压力增大。

（4）投资者慎重选择包含回售条款的可转换公司债券，因为必须估计到当公司业绩不佳、市场长期低迷时，公司无力支付本金和利息的可能性。

第四，赎回选择权和回售选择权在我国市场的实现

具备赎回选择权和回售选择权（以下简称“赎回权”、“回售权”）的可转换公司债券能够保护投资人和发行人的利益，投资人可能获得高于股票和债券的收益，也可保本保值，能够促使投资 理念化、长期化，使得可转换公司债券及其相应股票的市场表现复杂多样，更具有挑战性。正是其魅力吸引了众多的投资者。但是，在目前我国市场条件下，把含有赎回权和回售权的可转换公司债券引入我国证券市场应注意以下几个问题：

（1）作为一种金融新品种，有关利益各方的利益应当同等对待，赎回权和回售权的利益保护是相背的，有必要一开始在尝试引进这一品种时，赎回权和回售权不可取一使用。尤其是注意不要单独保留赎回权，投资人的利益无法得到有效的补偿。

（2）加大市场监管力度，保证合理公平的市场价格存在。赎回权和回售权是一种期权，防止发行人、证券公司操纵市场，造成不适当的赎回条件和回售条件的出现。

（3）加强上市公司的信息披露制度，及时准确地披露信息，及时调整因股份变化而造成 的转换价格。

（4）建立证券交易登记管理制度和发行人证券登记制度是保障可转换公司债券转换和承兑的重要条件，在目前的登记制度基础上提高运作效率和较好市场透明度是必要的。

三、可转换公司债的发行（二）

1．发行前的准备

上市公司发行可转换公司债券，应该在发行前作好充分的准备工作。主要包括以下五个方面：

第一，将发行可转换公司债券的议案提交董事会和股东大会批准

上市公司发行可转换公司债券，应该先获得股东大会和董事会的批准。因为发行可转换公司债券一般数额较大，对公司发展和对股东权益影响也较大，所以，发行可转换公司债券须召开股东大会，股东大会投票通过以后，方可进行发行的实施。

公司发行债券一般要经过三分之二以上董事出席的董事会半数赞成通过（公司章程另有规定除外）。由于可转换公司债券具有债券和股票的双重性质，是一种混合证券，其复杂程度要比债券和股票大。《公司法》第一百七十二条规定：上市公司经股东大会决议可以发行可转换公司债券。发行可转换为股票的公司债券，应当报请国务院证券管理部门批准。公司债券可转换为股票的，除具备发行公司债券的条件外，还应当符合股票发行的条件。从此条规定看，其批准的复杂程度大于债券和股票，并特别要求发行可转换公司债券要经股东大会的批准。这就要求上市公司一定要进行充分的准备，不仅要使提案获得股东的理解，最终获得通过，而且将来使股东在可转换公司债券的流通市场上获得满意的回报。要使议案在股东大会上获得通过，发行公司作好初步的方案是必要的。一般来说，发行公司要将筹资的必要性、筹资的可行性、资金的用途要对股东作出解释，而且还必须对发行可转换公司债券的发行金额、发行时间、存续的年限、到期时间、票面利率、转换的价格、回售及赎回条款、上市的地点作出初步的估计，向股东作出说明，必要的话，公司还需作出一定的承诺，承诺发行可转换公司债券不会损害老股东的利益，使发行能够顺利地获得股东大会和董事会的批准。

第二，成立发行办公室（或发行小组）制定工作方案和工作流程图

发行公司应该成立发行领导小组，并制定工作方案和工作流程图，以便顺利按时完成发行工作。

发行可转换公司债券得到股东大会的批准后，即进入正式的筹备阶段，鉴于向批准机关申请的复杂性和难度，以及发行工作的繁杂程度，发行公司应该成立发行办公室或发行小组，并制定订工作方案和工作流程图，做到专人负责，按计划的进度顺利完成各项工作。

成立的发行办公室或发行小组应该由公司一位副总级领导人担任负责人，并由若干成员组成。整个发行工作包括申报、发行，由该办公室或发行小组进行总体策划，并进行适当的分工，由文字熟练的人担任文字工作，外向型人员进行文件的报批与公关工作，另外，也应配备适当人员进行打字、文件的印刷和装订等工作，使成立的办公室和发行小组成为一支分工负责清楚，工作效率高的精明强壮队伍。

成立的发行办公室或发行小组应该制定详细的工作方案，并初步确定发行的准备和发行完成的各项工作时间表，并画成详细的流程图，使工作能够按时按计划完成。制订的工作方案和时间表，应该包

括：何时组织召开股东大会和董事会会议；何时与投资银行取得联系，并选定主承销商；何时起草完申报的文件，包括资金用途说明书等；何时完成会计师事务所验资和审核意见书、法律意见书；何时完成包括发行通函在内所有文件，并向审批机关上报；何时公告发行；何时进行适当的宣传和促销；最后预计在什么时间完成整个发行工作并安排发行的可转换公司债券的上市等等。发行工作的流程图大致如下：

发行前的准备工作		发行的宣传与促销
发行策划 对公司的财务状况的分析 所筹资金的用途 文件的起草和报批 制定发行方案	⇨	向投资者进行宣传 与“潜在投资者”进行接触 与承销团磋商组织推介会
实际发行		**所发可转换债券的交易**
公告发行通函 上网定价发行 预约表格方式发行 私募或定向发行	⇨	公告上市公告书 证券交易所流通

图 6.2.2　发行工作流程图

第三，选择主承销商

发行公司应该就发行的可行性、发行的方式、发行的程序进行初步的调查、咨询，并适当地与政府有关部门及承销债券的投资银行、财务顾问进行初步的接触。

一次发行的成功与否，与主承销商有很大的关系，如果主承销商挑选不好，很可能造成发行的失败。即使是包销的情况下，如果是由于主承销商及组织的承销团的推销不力，或者对投资的宣传引导不力，造成公司所发可转换公司债券的销售不畅，发行不佳，对公司形象也是一个较大的打击，很可能造成投资者对公司的发展前景发生疑问。因此，在挑选主承销商的时候，发行公司应该挑选信誉卓著、业绩良好的投资银行作为主承销商。主承销商一般负责协调发行公司的各项发行工作，包括负责组织编写发行的文件，组织发行债券的推介和销售，推荐发行的证券的上市交易等。选择策划水准高、公关能力强、配售技术好、行业经验丰富的投资银行，就为发行公司的顺利发行奠定了基础，不但能够顺利地为发行公司筹集到所需资金，而且还能为发行公司发行的证券在上市交易后获得良好的信誉。选择不好的话，情况则相反。我们看到，有时候，市场对某一证券发行的冷漠反应往往不是由于筹资企业本身的问题，也不应责怪市场，而往往是由于主承销组织表达和推广上处理不当，市场反应不够热烈对证券销售产生不利影响。为了使发行的证券顺利进行，并能创造出一个活跃而成功的二级市场，认真挑选主承销商就显得极为重要。

第四，发行的宣传、公关与促销

配合发行的需要，发行的公司应当进行适当的宣传和介绍，并适当地对投资者进行调查和问询，以了解投资者对发行的可转换公司债券的态度，以便将来设计发行方案时，能够充分考虑投资者的要求。

公司要发行可转换公司债券，进行筹资活动，在我国现阶段，不但要获得政府有关部门的批准，而且要赢得社会和公众媒介的支持，而且更重要的是筹资者活动要赢得投资者的认可。顺利地将发行的证券销售出去，必须使公司在筹资的同时，尽可能地扩

大公司的声誉，并有效地进行一系列的宣传公关活动。

在向政府申请发行时，要在充分准备的基础上，全面进行公关活动，必要的话，要把公司的筹资活动与当地发展联系起来，要充分宣传公司的筹资给当地的经济建设、财政收入、就业、社会发展带来的影响，以促使当地政府的支持，进而获得更高一级政府的支持。总的来说，要使公司的各项公关活动渗透到各级政府，以便最终使公司的筹资活动得到批准。

在向投资者进行宣传活动时，应当充分利用广播、电台、报纸等公共媒介及时地报道公司的动向和意图，向投资者展示公司的发展潜力，必要的话，还应该聘请专家、学者就公司发行可转换公司债券举行研讨会，在充分吸收专家、学者意见的基础上，认真改进公司的各项工作，或者，也可以聘请专家和学者为潜在投资者作投资分析报告，以使投资者获得专家的指导。如果是发行可转换为B股、H股或N股的债券时，由于投资于B股、H股、N股的投资者一般为境外人士，所以发行可转换为上述几种股票的债券时，其宣传公关活动就应该适合于境外投资者乐于接受的形式，如采取展示会，巡回推介会、午餐会等进行宣传促销活动。需要注意的是，如果发行可转换为B股、H股、N股的债券，采取私募时，一般不能采取广告等形式的公开宣传，也不宜在公共媒介上进行推广活动。就应当采取路演或专题会等推介活动较为适宜。

第五，编制主要申报及发行文件，并精美印刷

发行公司应对各种资料作全面的搜集，并在发行前起草完全部发行文件，并印刷出来，重要文件等材料更应精美印刷出来。

在发行前，应该将申报的文件及发行的文件准备齐全，一方面满足批准机关批准时用，另一方面则将向投资者展示和公告用。起草文件时，发行人要与主承销商及有关中介机构、财务机构紧密配合起来，应该按照工作进度、按计划予以完成。起草的文件不但包括申报和发行的总文件，还应该包括发行通函或章程及发行办法的实施细则。如果采取公募时，例如采取利用证券交易所的电脑系统进行发行，则应该就所申购的资金如何清算、如何确定申购的中签比率等具体办法等文件一并准备。如果是采取以申购表的形式进行预约申请，则应该将申请表及网点安全保卫工作的措施等一系列文件都事先准备好。假如是采取私募的方式，则应将推介会或演示会的宣传材料和申购的预约申请表准备好。值得提醒的是，那些重要文件报告应该很好地打印、印刷、装订好，千万不能马虎，必要的话，应该请专门的印刷商进行统一的设计、印刷和制版，特别是用预约申请表并进行抽签以确定中签表时，则必须请印钞厂进行制板，并规定统一的防伪标记、防伪油墨及纸张，采用先进的防伪技术进行印刷，以确保发行的顺利、公正、安全地进行。防止出现假表和假号的现象。

2. 发行可转换公司债的条件

发行可转换公司债券相当于发行一次债券和发行一次新股(经过转换)的情况，根据《公司法》第一百六十五条规定：公司向国务院证券管理部门申请批准发行公司债券，应当提交下列文件：①公司登记证明；②公司章程；③公司债券募集办法；④资产评估报告和验资报告。同时，《公司法》第八十四条规定：公司发行股票，必须向国务院证券管理部门递交募股申请，并报送下列主要文件：①批准设立公司的文件；②公司章程；③经营估算书；④发起人姓名或者名称，发起人认购的股份数、出资种类及验资证明；⑤ 招股说明书；⑥代收股款银行的名称及地址；⑦承销机构名称及有关的协议。如果是发行可转换为外币计价股票的债券时(如B股、H股、N股)，还应该遵守《股份有限公司境内上市外资股规定》及其实施细则的规定，还应提供各省、自治区、直辖市人民政府或者国务院有关企业主管部门向国务院证券委推荐的有关文件，如果是境外发行和上市的，还应准备境外管理机构所需的文件。综合以上几方面，发行可转换公司债券，大致所需的文件主要有：批准设立公司的文件；股东大会及董事会决议；公司章程；发行可转换公司债券申请书；发行可转换公司债券的可行性报告(或资金的用途报告)；招募通函或发行章程；最近三年的财务会计报表及附属明细表；会计师事务所的验资评估报告及经济效益预测报告；律师事务所意见书；承销协议；前次募集资金使用情况；偿债措施和担保协议等。

第一，批准性文件

(1)批准设立公司的文件。包括公司的营业执照和经过国务院授权的部门或者省级人民政府批准成立公司的文件，以及部分行业的经营许可证文件。发行可转换公司债券的公司必须是股份公司，而现阶段，我国限定于上市公司。《公司法》第一百七十二条规定，发行可转换为股票的债券的主体为可以发行股票的上市公司。所以，不能上市的股份公司则不能发行可转换为股票的债券。从以上的要求来看，公司的设立应该是由国务院授权的部门或者省级人民政

府批准设立的。假如上市公司是属于特殊行业的话,还需要提供法人代表的批复文件。如现阶段,我国金融企业的法人代表则需中国人民银行的批准。另外批准设立的文件有时还有必要补充公司的历史沿革和发展情况等。

(2)股东大会及董事会决议。发行可转换公司债券既是一次筹资活动,又是公司投资活动的重大变动。《公司法》第一百零三条第九款规定,股东大会对公司发行债券作出决议,同时,第一百零六条规定,股东大会作出决议,必须经出席会议的股东所持表决权的半数以上通过。原因是发行可转换公司债券,有可能对股东权益造成重大影响。如发行的可转换公司债券转换的价格过低,则有可能对原有股东的权益进行摊薄,严重损害股东的利益。因而,为发行可转换公司债券而召开的股东大会应该于会议召开三十日以前或更长时间通知股东,以便使股东有足够的时间对所议的事项作出全面判断。股东大会必须依照法定的程序召开并作出决议。决议通过后,须将决议交董事会具体负责实施,在具体执行过程中,董事会可以根据股东大会的决议作出发行可转换公司债券的具体办法,这些文件都可视为申报和发行文件的要件,一并呈报审批机关和供投资者查阅。

第二,有关发行人情况的文件

(1)公司章程。发行可转换公司债券,在申报的文件中,还须有公司章程。公司章程详细列明了公司名称和住所;公司的经营范围、注册资本;主要股东的姓名和名称;股东的权利与义务;股东的出资额和出资方式;股东转让出资的条件;公司的机构及产生办法、职权、议事规则;公司的法定代表人;公司的解散事由与清算办法。章程是公司的基本规范,它一经登记即具有约束力。公司章程是公司内部的根本大法,在申请发行可转换公司债券的申报文件中,公司章程则为公司证明其内在本质的必然要件,是必不可少的文件。

(2)发行可转换公司债券申请书。发行可转换公司债券,发行公司应该向主管部门或证券管理部门提出申请,申请书就申请发行的理由、发行的数额、发行时间、利率、债券存续的期限、发行的办法或方式、资金的用途等进行初步的说明,将申请书连同其它有关的文件一并上报。

(3)发行可转换公司债券的可行性报告(或资金用途报告)。发行可转换公司债券的可行性报告是申报文件中的重要文件,可行性报告撰写的好坏,是发行是否获得批准的关键。发行公司应该在调查分析、研究的基础上,对所筹资金运用的项目进行深入、广泛的论证,并且应着重对所筹资金运用的项目所产生的经济效益进行评估与预测,对公司发展前景的影响和带来的社会效益都应作出正确的评价。所撰写的可行性报告应该就发行的重要性、必要性、可能性作出综合的阐述,所投资的项目或产品的市场前景,也应以发展的眼光进行适当的预测,同时,所投资项目的项目批准书也应作为可行性报告的附件一并上报。

一般来说,可行性报告应包括以下几个方面的内容:发行公司的名称、住所、设立状况;发行公司的生产经营状况、资信状况和投资情况;经济效益状况;发行公司的资产、负债情况;发行公司的股本构成状况;固定资金与流动资金状况;所筹资金所投入项目的建设周期及投资概算;所筹资金所开发产品的市场前景及所带来的经济效益,以及按照滚动投资所带来的经济效益等等。

第三,有关鉴证性文件

(1)最近三年的财务会计报表及有关明细表。发行可转换公司债券是一项重要的筹资活动,特别是债券转成股票后,一般来说,会对股东的权益产生一定的影响,有时候是非常大的影响,严重的话,会严重稀释股东的权益或造成发行人的财务损失。所以,在申报和发行文件中,应该将最近三年的财务报表作为必然的要件供证券管理机关审批和供投资者审阅。当然,在招募通函里,也会将三年的主要财务指标列示出来供投资者参考,但详细的财务报表在申报和发行时是不能少的。财务报表应该包括资产负债表和损益表,必要的话,还应包括现金流量变动表,同时也应包括重要经济合同或财务重大事项的说明。值得注意的是,如果发行可转换成外币形式的股票时,如B股、H股、N股时,提供给投资者审阅的报表应该是经境外会计师事务所和境内有国际会计审计、评估业务的会计师事务所所审核的报表,这样的报表应该是符合按国际会计准则和发行所在国的会计惯例所作出的报表,这样才能供发行所在国的投资者审阅和参考。

(2)会计师事务所的验资报告及盈利预测表。投资者在投资于可转换公司债券时,所要考虑的是只投资于债券,可以获得稳定的利息,但同时要受到比一般债券利率低的损失;还是购买债券转换成股票,将来获得公司资本增值或在预计将来以高于现时股价之价格售出股票获取溢价。投资者在投资之前,特别是大的投资机构或投资基金经理人,应该详细审

阅会计师事务所所作的验资报告及盈利预测，验资报告给投资者揭示的是投资的风险和资本的真实性，而盈利预测则是一方面给投资者展示将来的收益和发展前景，一方面作为计算转换价格的重要依据。在进行盈利预测时，会计师事务所应该说明计算盈利的会计准则和计算方法，所作的预测应该与发行人的发展情况相一致，使发行人能够达到，这一点可以说至关重要。如果发行人实际业绩达不到预测的业绩，造成公司的股票价格下跌，一方面会使发行人的形象受到影响，另一方面也会使债券转换成股票发生困难，使转换失败，使公司面临还本付息、遭受巨大资金压力的困境。

(3)律师事务所意见书。律师事务所意见书一般作为备查文件放在申报和发行的文件中。律师事务所意见书以第三者的意见为投资者提供了一种公证。其意见书必须对筹资的活动、申报或发行前后通过所有必需的决议进行法律界定和公证，使投资者能够放心。律师事务所通常需要在编制招募通函或发行章程的初始阶段参与工作，并且参与上市建议，安排起草文件、税务安排等工作。特别是在起草招募通函时，律师必须给予意见，协助企业按法律条例的要求作出适当的披露，并且在意见书中概括企业章程、重大合约，并对企业公布文件的事实作出验证并承诺。如果发行可转换公司债券是相对于境外投资者，则可能需要聘请境外地区或国家的律师事务所提供法律意见书。

第四，承销协议

承销协议是发行人与主承销商(代表承销团)签订的明确双方权利与义务的销售合同。根据承销方式的不同，双方的权利与义务不同。目前，在我国，承销的方式主要是采取包销和余额包销的方式，在国外，也有采取代销的方式。

发行人在与主承销商签订的承销协议中，一般包括：

(1)签约双方的名称、注册地址、联系电话、法定代表人；

(2)本次发行的依据(批准单位和文号)；

(3)发行证券的种类、数量、金额；

(4)承销的方式和承销费用；

(5)付款的方式；

(6)双方的权利与责任、义务；

(7)协议生效与终止的条款；

(8)违约和责任；

(9)承销的保密事项；

(10)适用的法律；

(11)附则。

发行人在与主承销商签订承销协议时，应该将权利与义务用简明、清楚的文字表述出来，不能有引起歧义的内容，并且就适用的法律和法律管辖权作出明确的规定，特别是发行境外的可转换公司债券时，更应就法律的管辖权作出明确的规定。另外，发行的可转换公司债券的数额较大时，按照规定需组织承销团承销时，承销商之间的承销团协议也应作为申报文件的必备文件之一一并上报，作为管理机关批准的依据之一。

以上是发行可转换公司债券必要的文件，但是，如果发行的是担保的可转换公司债券时，应该将担保书一并准备。有时在公布招募通函同时，还同时就发行可转换公司债券的申购规则、就申购数量的摇签配号、以及中签号码公布的时间、申购款多余部分如何退回等细节发布一个发行公告。这些文件也应视作准备的文件。目的是使投资者更清楚地了解购买的细节，以免发生不必要申购困难。在发行可转换成B股、H股、N股的债券时，相应地会增加我国外债的数额、则还应准备向国家外汇管理局申请的文件及发行完毕的说明文件等。

3. 可转换公司债的承销与发行方式

可转换公司债券的承销与发行方式是与发行可转换公司债券的审核制度及相应的发行程序紧密联系在一起的，由于审核方式的不同，发行程序也不一样，导致承销与发行方式也不尽相同。

第一，发行可转换公司债券的审核和发行程序

发行可转换公司债券一般要向证券管理机关提出申请，管理机关依照有关的法律和法规对发行进行审核。世界上对发行可转换公司债券审核一般采取两种制度，一种是核准制，一种是注册制。核准制即是发行人必须经过证券主管机关审核批准以后，方可发行的制度。注册制则是发行人按照发行条件只要将全部发行的材料如实向公众投资者公布，并在证券主管机关进行申报注册即可以发行的制度。目前，我国发行可转换公司债券主要是采取核准制。

采取核准制发行可转换公司债券，发行的程序如下：

(1)股东大会、董事会决议。公司发行可转换公司债券，必须由股东大会作出决议，而且必须经出席会议的股东所持表决权半数以上通过。并且就可转换公司债券发行的总额、票面利率、付息方式、发行价格、转换价格、赎回与回售的条件、存续期限、发行

方式、发行日期、资金的用途等做出决定，并授权董事会具体执行其方案。如果发行可转换公司债券与公司章程有冲突时，应通过决议修改公司章程。

(2)选定主承销商并制订发行有关文件。与主承销商一道制作完毕第二节所介绍的各项文件。

(3)向证券主管机关提出申请。发行人提出申请时，应向证券主管机关提供第二节所述之文件及证券主管机关另外要求之文件。

(4)与主承销商签订承销协议。发债公司与主承销商签订的承销协议应该就发行人与承销商双方的权利与义务、承销的佣金与费用负担、缴款的日期、或者上市的推荐、违约的责任等达成一致意见。

(5)签订其它有关协议。如发行可抵押的可转换公司债券应签订信托合同，如果是发行可担保的可转换公司债券则应签订担保协议。另外，还应与交易所签订上市的协议与登记结算公司就登记、清算等代理签订有关协议。

(6)制作认购书、簿记卡或债券。认购书应该包括认购的金额、认购者的姓名、电话、地址、债券的名称、票面金额、票面利率、付息方式、偿还日期、转股的选择、发行人的印章及法人代表的签字，政府批准文号等栏目。

(7)公布募集通函和募集办法。包括刊登发布募集公告，进行发行说明和宣传，公告发行通函或发行章程，发布、取消申购、缴款、中签摇号的具体操作方法。

(8)正式向投资者出售。

(9)缴款。承销商将款项划给发行人。

(10)向有关机关呈报发行情况，发行人募集完可转换公司债券后，应该在一定时间将有关情况向证券管理机关呈报发行情况。

(11)向证券交易所申请上市。

第二，可转换公司债券的发行方式

发行可转换公司债券一般采取公募与私募两种发行方式。根据各国对发行可转换公司债券的管理方式不同，发行的方式也不尽一样。但一般来说，公募发行方式是发行人公开向非特定的、范围广泛的投资者募集资金的发行方式，我国发行可转换A股债券的发行方式应该采用公募的发行方式。

私募发行是指发行人向少数特定的投资者发行的方式。一般来说，主要是仅将与发行人、或承销商具有某种关系的投资者作为发行对象。不过，上述所说的“少数”在不同的国家，有不同的规定，如美国要求35人以下为少数，日本则要求50人以下为少数，欧洲国家对公募、私募人数没有具体的规定。

私募发行与公募发行相比，有如下特征：

(1)私募发行一般不必向证券管理部门办理发行的注册手续，可节省费用开支和发行时间，降低了发行的成本。

(2)投资者比较确定。由于私募发行一般事先确定好投资者，投资者与发行人与承销商具有某种特定关系，所以私募发行额容易得到保证，发行的时间也较短。

(3)由于私募发行不用进行注册登记，一些财务状况不很理想，难以满足公募发行条件资格的发行人也能筹集资金。

(4)私募发行一般不能公开上市交易，但日本则允许私募债券上市交易。

(5)私募发行，投资者持券转让受到许多限制，发行人一般要向投资者提供较优惠的条件，比如较高的利率及较好的回售条款等，使发行人增加较大的成本。

(6)私募发行也不利于发行人提高信誉和知名度。

我国目前发行可转换成B股或外币计价的股票时，由于一些原因，一般采取私募发行的形式。

(1)公募发行。鉴于我国公司法的规定，发行可转换公司债券的发行人应为上市公司，所以，在我国发行可转换A股的债券时，一般应主要采取公募的形式。由于我国发行可转换公司债券为审批制，即必须经过证券主管机关的批准方可发行，故我国发行可转换公司债券即使是向老股东定向配售可转换债券时，也应视为公募发行。公募发行的几种形式如下：

①通过证券交易所的电脑系统上网定价发行。主要是通过证券交易所的电脑系统，承销商作为唯一的卖者将可转换公司债券进行挂盘，投资者通过电脑系统进行申购，然后通过证券交易所的登记清算系统进行债券登记、过户及申购款的划拨，最后完成对可转换公司债券的发行。如果是对老股东进行配售，则通过电脑中的股东资料进行配售，发行程序与上述相同。

②以认购申请表的方式预约申购发行方式。主要是在发行地区或全国主要地点设置申购的网点，投资者先填写认购申请书，就申购的数量等进行预约认购，承销商根据申请认购的数量摇号确定其认购比例，直接销售给投资者，并将投资者认购的数量向上市的证券交易所进行登记、过户，完成发行过

程。这种发行方式也可以让投资者按照其认购的数量先预交其认购证券数量的款项,再根据投资者认购的总数量摇签决定投资者认购的比例认购其证券,多余的款项在一定限期内退回给投资者的发行方式。这种方式较通过证券交易所电脑系统认购方式,所耗费时间较长,成本也较高,组织的工作与难度也较大,但一个特点是能够扩大投资群。

此外,在通过证券交易所上网定价发行和以申请表预约申请的方式下,采取招标的方式来决定可转换公司债券的投资者和可转换公司债券的发行条件的发行方式对发行人来说,有可能获得较满意的结果。招标的方式主要采取竞价发行或利率竞标两种方式。

可转换公司债券的竞价发行,主要是发行人确定票面利率和可转换公司债券的发行总数量,发行价格和认购额由投资者以竞标的方式进行,从最高报价顺序往下选定投资者,直到预定的发行额或允许超过的最高发行额。中标的投资者则以其竞投的数量按统一的价格认购。

可转换公司债券发行也可采取利率竞标的形式进行发行,这种发行方式主要是发行人事先确定发行可转换公司债券的总金额,票面利率通过投资者竞标方式,发行人通过投资者所申报的利率选定最低利率作为发行可转换公司债券的利率,并从投资者选定的最低利率依次选定投资者及其投资金额,直至达到预定发行可转换公司债券的总额为止。

值得一提的是,在选择主承销商时,发行人根据发行的初步条件通过竞标的方式来选定主承销商或承销团,也不失为一种有效率、公正的一种方式。

(2)私募发行。在目前条件下,我国上市公司发行可转换B股、H股或N股的债券时,应该适当采取公募的方式发行,这样的话,一方面可以扩大企业的信誉和知名度,提高我国企业的国际竞争力;同时,另一方面,对扩大我国企业的融资范围、融资数量,并促使我国企业的筹资逐渐走向国际资本市场形成重要的影响。

私募发行主要是通过承销商向预定的投资者进行销售。一般来说,承销商主要通过自己的销售网络进行全球配售,也可以采取以路演或推介会的方式进行宣传,邀请专业的投资机构、投资人,如基金经理、大的财团,举办座谈会,进行现场的推介活动,或者直接现场进行销售,承销商也可以先行向发行人一次性买断或全部包销,然后分次销售给投资人。

发行可转换成外币计价的股票的债券时,主要是以两种货币进行计价,一种是美元,一种是瑞士法郎,并相应地称做瑞士可转换公司债券和欧洲可转换公司债券。

从目前情况看,按照瑞士国家银行的要求,瑞士法郎标价的可转换公司债券只有在瑞士发行、并由瑞士的银行作为主承销商承销的可转换公司债券才被认为是合法的,并被称做瑞士可转换公司债券。

以美元计价在欧洲发行的可转换公司债券则被称做欧洲可转换公司债券。不过,最近几年,出现了一种以美元标价、受瑞士监管、在瑞士发行并主要在瑞士配售的新的可转换公司债券,称做“Alpine”(阿尔派)。

可转换公司债券的国际发行中心主要有两个,一个是瑞士,一个是伦敦,前者的特点是:①除了日本以外,具有全世界最低的利率水平;②具有较低的发行成本;③有众多的金融机构。后者的特点是:全球的金融中心和投资中心,是国际大型的投资基金或金融管理公司聚集之地。

在国际上发行可转换公司债券时,企业应根据企业自身的情况和条件以及其它目的,选择发行瑞士可转换公司债券,还是欧洲可转换公司债券,还是Alpine方式发行。例如,我国南方玻璃股份有限公司于1995年7月,选择了Alpine方式发行可转换公司债券,共发行了4500万美元的可转换公司债券,这种方式成本较低(节省了律师费用和路演推介开支),利率适中(略高于瑞士债券的利率),是一次比较成功的发行。总之,如果是私募发行,特别重要的是选择实力规模大、信誉较佳、有丰富的发行经验和较强的策划能力,以及有较强的销售网络和筹资能力的投资银行作为主承销商,是一次成功发行的基础,否则的话,容易导致发行的失败。

第三,可转换公司债券的评级

在国际市场上,发行债券,一般要对债券进行评级,债券的价格与利率跟信用评级有密切的关系。所谓债券评级是指具有独立性的评级机构对发行人发行的债务的风险程度进行评定,并将发行者的信誉和偿债能力的可靠性等公诸于众,从而保护投资者的利益,使投资免遭由于情况不明或判断失误而造成的损失。没有经过评级的债券,在市场上,一般不被广大投资者所接受,也很难有销路。所以,发行人发行债券一般都自愿向证券机构申请评级。而且许多国家也要求对发行的债券、特别是以公募方式发行的债券进行评级,以指导投资者进行投资。

债券的等级一般分为以下几个级别:AAA、

AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C 九个级别。一般情况称 AAA、AA、A、BBB 四个等级的债券为投资级债券，风险较小；称 BB、B、CCC、CC 四个级别的债券为投机级债券；C 级债券为高投机债券，风险很大。

可转换公司债券作为债券的一种，是不是要经过评级，各国处理情况不一样。一般来说，采取私募形式发行可转换公司债券时，一般不对可转换公司债券进行评级，因为私募主要是针对大的投资机构，以及专门的基金管理机构，其自身一般对发行的可转换公司债券投资价值能够作出适当的评估。而采取公募的形式发行可转换公司债券则要求对发行的可转换公司债券进行评级，以便指导投资者进行投资。如在美国，公开发行的可转换公司债券，并通过证券交易场所进行交易时，一般对可转换公司债券进行评级，而且一家公司发行不同的债券(包括可转换公司债券)，一般还有不同的级别。

在日本，公开发行债券，一般要满足适债标准。所谓适债标准，即政府规定的可以公募发行债券的一系列标准和要求。不符合要求的则不能公募发行。在 1988 年前，公募发行可转换公司债券必须符合适债标准。从 1988 年以后，由于适债标准与债券评级统一进行，因此，只要对可转换公司债券进行了信用评级，即可发行，不必再适用以前的适债标准。

在日本发行可转换公司债券的评级，分两种情况：一种情况是，发行有担保的可转换公司债券，一般评级的级别要求在 BB 级(含 BB 级)以上，且每股红利在 5 日元以上，每股税后经常利润在 7 日元以上；另一种情况是，发行无担保的可转换公司债券，则要求在 BBB 级以上(含 BBB 级)并且要求相当于 BBB 级且净资产额不足 200 亿日元的公司必须保留作为财务限制条款的特定担保物。

在处理公司债券的级别时，另外还有些国家对公司发行的一般债券作为一级债券，而发行可转换公司债券作为次级债券，一级公司债券一般以公司的资产作为担保，在迫不得已的情况下，可以出卖公司的财产作为偿债，而次级债券(如可转换公司债券)则没有公司的资产作为担保，但只是其权利仍优先于股票持有者，持有次级债券的人要等一级债券本息付清以后，或者是在不影响一级债券偿还的情况下，才能获得本息。

所以，发行可转换公司债券，是否申请评级，要考虑是采取公募还是私募的形式，并是否在证券交易场进行流通，以及发行所在地区和国家是否要求进行评级，分别处理，不能一概而论。

第四，可转换公司债券的承销方式

可转换公司债券的承销方式主要有三种：包销、余额包销、代理销售三种形式。

(1)包销。全额包销，又称”一次性买断“销售。这种承销形式，主要是指发行人与主承销商(或承销团)签订包销协议后，发行人发行的全部证券由主承销商(或承销团)一次性全部收购，并且按照事先约定的缴款日期付款，然后由主承销商(或承销团)自行销售的一种承销形式。这种承销方式主要有以下几个特点：①发行人能及时、全额取得所发行证券的全部资金，使发行人能尽快地使用所筹集的资金。②销售的风险全部由承销商承担，如果销售不出去，承销商必须自己购买。③承销机构对发行人的发行要求较高，同时，也要求承销机构本身的销售能力强，销售网络广。④采取此种承销方式，承销的费用较高。

此种方式适用于那些资金实力强、信誉好、销售网络广、推销能力强的承销机构，同时也适合于那些发行数额较大，又急需使用资金，以及希望严格按计划使用资金的发行人所采用。例如，美国摩根士丹利公司于 1995 年 10 月 18 日为香港德昌电机公司承销 1.3 亿美元的可转换公司债券，及 11 月 15 日为香港另一家公司承销 3 亿美元的可转换债券时，都是采取与另一家承销商“一次性买断”两家公司的可转换公司债券进行销售，并很快销售出去，成功地采用此种承销方式的。

(2)余额包销。此种承销方式的特点是：发行人与主承销商(代表承销团)签订承销协议，委托承销商发行证券，如果在规定的发行期内不能将全部证券销售出去，剩余部分则由承销商全部收购，并由承销商按规定的划款时间，将款项全部划给发行人。这种承销方式，一般来说，发行的风险仍由承销商承担，发行人发行证券所筹集的资金仍能得到充分的保障，而且发行的费用也相对于包销的方式为低廉，因而，目前我国企业发行可转换公司债券、股票等，一般都采用此种方式，同时，对我国的证券经营机构来说，一般也大都采取这种方式，这种方式在我国现阶段是一种比较理想的方式。

(3)代理销售方式。这种承销方式是指发行人委托证券商在一定时间内代理销售其证券的一种方式，到期证券商未能将发行人发行的证券售完，将剩余证券退回给发行人的一种方式，这种方式在国外称为“尽力而为”销售方式。也就是证券商通过自己的销售网络、尽力进行宣传、推介，尽力将证券销售

出去。这种方式的特点是:承销的手续费较为低廉,承销商对发行的风险不承担责任,也不担当发行失败的责任,发行人在一定期限内难于保证所需筹集的资金,而且还要冒发行失败的风险,这种方式一般在我国目前不为发行可转换公司债券的企业所采用。

四、可转换公司债的国际发行

1. 转换结构的选择

对于那些想在国际上发行可转换公司债券的公司来说,应了解可转换公司债券的特征和种类。

可转换公司债券有如下几个特征:

(1)可转换公司债券是一种混合型的证券,揉合了不可分割的债券及股本元素。

(2)此等元素可为发行人提供较市场便宜的债券融资,以及摊薄性较低的股本融资。

(3)在被转换成为股本或被赎回前,可转换公司债券在公司的资产负债表上被视为债务。

(4)具灵活性的结构设计可使可转换公司债券成为债券或股本的代替品。

(5)可转换公司债券为投资者提供一个保守而且流动性较高的方式来参予发行公司的未来增长。

第一,几种可供选择的可转换公司债券结构

需要说明的是下列五种可转换公司债券种类中,从第一种到第五种,依次具有最大的股本特性,换句话说,第一种具有最大债券特性,第二种到第五种,这种债券特性依次递减,相反,可转换公司债券的股本特性则是依次递增。

(1)零息票可转换公司债券;

(2)溢价赎回可转换公司债券折扣可转换公司债券;

(3)传统息票可转换公司债券;

(4)优先转换债券;

(5)必转换债券。

第二,转换结构的调整

灵活的转换结构使可转换公司债券既能以债券形式出现又能以股票形式出现。为了满足公司财务报表或现金流需要,可以对可转换公司债券的以下条款进行调整:

表 6.2.4

	结构特性	市场标准	允许的灵活度
Ⅰ	期限	不超过 10 年	5 年、7 年或 10 年
Ⅱ	赎回限制	3 至 5 年	暂时性的赎回障碍
Ⅲ	转换溢价	8%——10%	0%——20%
Ⅳ	票息结构	多样性	常规结构
Ⅴ			含沽出期权结构

关于上述转换结构的进一步解释:

(1)关于可转换公司债券的期限。

·短的期限意味着较低的票息,同时,转换成股票的概率也减小,因此具有更多的“纯债券”特性

·目前,市场偏好是较短的期限

(2)关于可转换公司债券的赎回限制。

·赎回限制期越短,意味着较高的票息或较低的转换溢价

(3)关于可转换公司债券的转换溢价。

·转换溢价愈高,票息愈高

·转换溢价愈高,转换的概率愈低

(4)关于可转换公司债券的票息结构。

·票息的增加潜力大大高出股息回报率,债券将以面值赎回更像股票结构

·转换成股票概率很高

·票息与股息回报率接近

·债券以面值发行,以高出面值回赎,回赎价确定的水平能保证投资者获得的回报率与美国政府公债接近

·更接近债券结构

·转换成股票的可能性降低

(5)关于可转换公司债券含沽出期权结构。

·如果公司希望减少初期的利息支付额而愿意在未来付出高的赎回价格的话,就应采取含沽出期

权的结构。如果公司相信其股价在转换期内可以大幅上涨的话,那么公司以高价赎回债券的可能性将是微乎其微的,因此,这种融资形式的成本就比较便宜。反之亦然,如果股价表现不佳的话,公司的成本较高一点。

2. 发行前相关要素的考虑

第一,对发行量、发行货币、市场情况、发行对象的考虑

(1)发行量。亚洲公司早期发行的可转换公司债券大约都只有5千万美元,但逐渐亚洲公司的融资能力已大为提高,现在亚洲公司的发行项目每次的融资量区在1亿至2亿美元之间。虽然更大的项目也可以可转换公司债券形式进行,例如在1994年的香港置地公司发行4亿美元可转换公司债券,以及在1995年以全求托存凭证方式发行的9亿美元巴基斯坦电话公司项目,但因为融资额高,大额的可转换公司债券融资通常只应用于少数极大型企业或国家级的融资。过小的项目,例如在5千万美元以下的,因为流通量低,较为不受欧洲美元投资者欢迎。然而每一家公司能够发行的可转换公司债券额度,最终仍受公司的规模所限。可转换公司债券所占的股本比例通常不应超过总股本的20%。

(2)发行货币。可转换公司债券应以何种货币发行亦应慎重考虑。一般可转换公司债券发行以美元为主要货币单位。主要原因是因为欧洲美元资金充裕,而美元亦是国际通行的货币单位。但可转换公司债券亦可以利用其他货币,例如马克、英镑、日元及瑞士法郎等发行。至于公司应选择以何种货币发行,除了考虑投资者的意愿外,亦要考虑公司的外汇风险。

(3)市场情况。市场的情况亦是发行的重要考虑因素。市场情况包括公司的本身经营情况,企业所属行业在国内以及在全球市场上的前景,投资者对投资中国的兴趣,利率的走势以及全球的股市表现等。对于首次发行可转换公司债券的公司,主承销证券商可在这方面提供最新的有关讯息。

(4)发行对象。可转换公司债券的发行对象对可转换公司债券的条款及定价亦有一定的影响。如果是一家以B股或H股上市及股票交投活跃的公司,发行可转换公司债券时的主要对象应是以股票投资者为主。对一家规模大,未上市,但财务系统健全的公司,发行的对象可能是以贷款为主的债券投资者。两种投资者对可转换公司债券的条款包括利率和溢价都有不同的要求。

(5)发行时间。在时间安排上可转换公司债券的发行是十分灵活的,每年除了在夏天基金经理休假时,可转换公司债券都能顺利发行。但适当的发行时间亦会受其它外来因素影响,例如公司经营的季节性和国家政策的调控等等。发行者必须把握好适当的发行时间以便尽量利用市场的优势。

第二,风险因素的考虑与规避

(1)支付利息的能力。可转换公司债券是一种每年需要支付定额利息的债券。经营环境好的时候,可转换公司债券的投资者不能像B股或H股股东一样享受分红,但在经营环境不好的时候,或在企业有亏损时,利息的支出可能令企业的负担更加严重。通常在拖欠利息7天以后,可转换公司债券的条款会要求发行公司立即清还欠款,令企业走上清算关闭之路。所以避免负债过重是最重要的考虑。

(2)清还本金的能力。虽然发行可转换公司债券的原意是希望债券在一定时间内,可以转换为股票,从而免除企业需要还款的责任,但企业在发行前仍应慎重考虑在可转换公司债券到期时,仍有需要清还贷款的可能。可转换公司债券的年期以及发行量等亦要配合企业的发债高峰期及现金的流量。此外亦可考虑引用强制换股的条款及利用可换股和优先股来减低还贷的风险。

(3)扩大股本后的利润摊薄问题。可转换公司债券的一个特点是在可转换公司债券还未转换为股票时,对企业的每股盈利不会有摊薄的影响。对一些仍在建设初期或目前经济效益处于低潮的企业,可说是最佳的选择。但因为可转换公司债券的发行量通常较大,将来对利润摊薄的影响也较大,企业必须维持高增长速度,扩大利润以抵销换股时的冲击。在设计发行条款时,把换股的溢价定得较高,亦可冲淡摊薄的影响。如可转换公司债券在发行后,市值在某段时间低于发行价,企业亦可考虑购回部分可转换公司债券,以减低可转换公司债券的总发行量。

(4)外汇贷款的风险。因为国际发行的可转换公司债券主要是以外币为单位,而国内的企业的主要收入来源是人民币,或随代一小部分的美元、港币等,所以外汇的支出,如每年支付的利息及可转换公司债券到期时支付的本金都可能对企业的外汇收入平衡有重大的影响。在决定发行可转换公司债券的货币时,必须要考虑到企业的外汇收入来源。

(5)利息税负担问题。在某些国家,企业在支付利息予外国投资者时必须代扣应付的利息税。发行可转换公司债券的一般惯例是由企业负担支付利息

税的责任。但是因为税率的改变是政府的宏观政策，不能受企业的控制，所以可转换公司债券条款中通常都容许企业在利息税率大幅提升时有权赎回可转换公司债券的权利，以保障发行公司在这方面避免不可估计的风险。

(6) 经营风险。可转换公司债券的最大风险仍然是经营风险。发行公司一定要提防因为企业突然有大量成本低廉的资金而过度扩张，投资于一些低效益或风险过高的项目。

3. 可转换公司债发行的促销

第一，促销过程

目标：

(1)以严密掌握并且前后一致的方式，广泛宣传公司的“故事”

(2)建立此发行的不可多得的投资机会的形象

(3)争取对价格最不敏感的购买需要，在市场上建立物以稀为贵的形象来刺激购买竞争

促销过程的四个阶段：

第一阶段：发行前之筹备

· 设计发行结构
· 价值评估
· 文件报备及公司调研
· 拟定最具说服力之促销“故事”
· 撰写向销售队伍发表的促销备忘录
· 研究分析师的早期发表会
· 路演预习

第二阶段：预备促销

· 研究分析师向其销售队伍说明此发行的主要卖点
· 确认出主要潜在投资者
· 销售人员对全球主要潜在投资者作初步“暖身”接触
· 邀请承销团
· 公司向承销团的研究分析师介绍公司
· 销售队伍开始初步推销

第三阶段：实际促销

· 印制及分发“初步招股书”
· 由高级管理层领队进行全球路演
· 监察促销期间投资者们的意见回馈
· 开始建立全球投资者购买意愿档案

第四阶段：定价、交易及后市支持

· 确认真实需求
· 试探市场对卖价的敏感度
· 将发行量合理的配售于世界各地
· 确定发行价
· 后市买卖
· 收尾
· 持续的研究工作
· 管理新闻界
· 继续投资者关系计划

推介活动并找出潜在投资群：

能否预先精确认定具有高度投资意愿的投资群，是发行成败关键之一。就中国公司的可转换公司债券发行而言，有四个潜在的投资群体：

(1)中国概念股投资者：这些投资者曾经投资于中国H股及N股，已充分了解中国企业，会将发行可转换公司债券的公司视为与其他国际级中国企业等量齐观，例如华能国际、山东华能、以及庆铃汽车。此类投资机构多已决定其资金投资于中国之固定比例，因此必须有充分诱因说服他们俟出现时持有的中国证券转来投资于可转换公司债券。

(2)已持有欲发行可转换公司债券的上市公司股份之投资者：此等投资者已认同发行公司之投资价值，可能为加码投资而购买可转换公司债券，或为降低风险而释出股票改买可转换公司债券。

(3)亚洲可转换公司债券的国际买主：此等投资者的资金分配呈国际化的趋势，自1993年中期即大量提高在新兴市场的投资，惟近日因利率升高而暂缓。此类投资者的关切重点不在于公司本身，而在于债券的转换条件与股价上涨潜力。

(4)具体行业的投资者：对发行公司的行业了解甚深，重视公司经营的基本面及与其它同行业可比公司的比较。

表 6.2.5　美国潜在投资者名单

美国客户	中国概念股买家(1)	亚洲可转换公司债券买家(2)
AIM Mgmt Group	Yes	No
Alliance	Yes	Yes
BA ll	No	Yes
Bank of New York	No	No
BankAmerica	No	No
Bankers Trust	Yes	Yes
Capital	Yes	Yes
Citibank	Yes	Yes
Federated Mutual Ins	No	No
Fidelity Mgmt & Res Corp	Yes	Yes
Fiduciary Trust Co. lntl.	Yes	Yes
GT Capiatl	Yes	Yes
Howard Hughes Med lnst	No	No
IDS Financial	Yes	Yes
Janus	Yes	Yes
Massachuesetts Finl Sves	Yes	No
Merrill Lynch A. M.	Yes	Yes
Metropolitan Life lns	No	No
Morgan Stanley A. M.	Yes	Yes
Neuberger & Berman	Yes	No
Nicholas Applegate	No	No
Pioneering Mgmt Corp	Yes	Yes
Piper Jaffray Value Fund	No	No
Provident lnvestment	Yes	Yes
Putnam lnvestment Mgmt	Yes	Yes
Scudder Stevens & Clark	Yes	Yes
State Street Boston Corp	Yes	No
State Street Resr & Mg	Yes	Yes
Stein Roe & Farnharm	No	No
T Rowe Price	Yes	Yes
Templeton Global	Yes	Yes
Transamerica Corp	No	No
Weiss Peck & Creer	Yes	No
Wellington Management Co.	Yes	Yes
White Oak Cap Mgmt	No	No

注：

(1)庆铃及华能国际普通股买家。

(2)九龙仓、越秀投资及 Renong 可转换公司债券买家。

表 6.2.6　欧洲潜在投资者名单

欧洲客户	中国概念股买家(1)	可转换公司债券买家(2)
Abbey Life Investment	Yes	No
ABN Amro	Yes	No
Aetna	No	No
AGF Management	No	No
Barings	Yes	No
BNP	Yes	Yes
BZW	Yes	No
Commercial Union	Yes	Yes
Credit Lyonnais	No	No
Credit Suisse	Yes	Yes
Deutsche Bank	No	Yes
Dresdnerbank	No	No
Flemings	Yes	Yes
Indosuez	No	Yes
Julius Baer	No	Yes
Knight Williams	No	No
Legal & General	No	No
Mercury Asset Mgmt	No	Yes
Montgomery Asset Mgmt	Yes	No
Murray Johnstone	No	No
Pictet	Yes	Yes
Prudential	No	No
Robeco	No	Yes
Rothchild	Yes	Yes
Sagit Mgmt	No	No
SBC	Yes	Yes
Schroder	Yes	Yes
Scottish Equitable	Yes	No
Thornton	Yes	Yes
UAP	No	No
UBS	Yes	No

注：
(1)庆铃及华能国际普通股买家。
(2)九龙仓、越秀投资及 Renong 可转换公司债券买家。

表 6.2.7　亚洲潜在投资者名单

亚洲客户	中国概念股买家(1)	可转换公司债券买家(2)
Daiwa	Yes	Yes
DBS	Yes	No
Government of Singapore	Yes	Yes
G. T. Asia	Yes	Yes
Jardine Fleming	Yes	Yes
John Govett	Yes	Yes
Mackenzie lnvestment	No	No
Mitsubishi Trust	No	Yes
Morgan Grenfell Asia	Yes	Yes
Nikko lnvestment Trust	Yes	Yes
Nomura Investment Trust	Yes	Yes
Schroder Asia	Yes	Yes
Singapore Bus	Yes	Yes
Sumitomo Trust	Yes	Yes
Sun Hung Kai	Yes	No
Wardley	Yes	Yes
Yasuda Life	Yes	No

注：

(1)庆铃及华能国际普通股买家。

(2)九龙仓、越秀投资及 Renong 可转换公司债券买家。

第二,发行后的工作:后市支持与持续责任

在可转换公司债券发行后的工作主要分为两方面:一方面是主承销商对后市的支持;另一方面是发行公司的持续责任。

(1)后市支持。可转换公司债券的主承销商对后市提供下列几个方面的支持。

①稳定市场价格。

· 利用超额配售方式刺激后市需求,制造超额认购以及大量的短缺

· 从市场回购股票

· 将托市时回购的股票进行再推销

· 行使超额发行权以满足超额配售的部分

②销售与交易。

· 创造公司股票的流通双向市场

· 向投资者的投资提供流通性

③股票研究。

· 定期发表研究报告

· 将公司包括进中国/亚洲/行业的定期研究报告

· 监察承销团成员在发行过程及后市的研究工作

④全球存股证服务。

· 提供股东及潜在投资者的最新资料

· 制订有效的寻找投资者计划

· 支持投资者关系工作

⑤投资者关系。

· 向投资者定期提供有关中国及发行公司的信息

· 加强投资者对企业的了解及加深他们对企业的支持

(2)持续责任。在发行公司方面,发行后的工作主要是履行企业的持续责任。包括下面几个方面:

①遵守所有政府的法规,避免对企业有不利的影响;

②维持公司股票以及债券的上市地位;

③依时支付利息;

④公平地维护股票及债券投资者的权益；

⑤同步及平等的讯息披露。

4. 执行事项

第一，选择市场

(1)建议发行公司之可转换公司债券一次性发行配售给全球投资者，并委托主承销商。

(2)主承销商应监督发行交易的各项相关工作，包括行销与文件编制，并负责交易的执行与承销团的组编。

(3)应成立一小型承销团协助主承销商，承销团成员的选择标准为：亚洲可转换公司债券融资实绩、研究水准、配售技术、后市支援实绩、行业经验及与发行公司的关系。

(4)选择美国市场的上市方法亦是此交易之重要关键，发行公司既然已在美国证券委注册并在纽约证券交易所上市，可选择向美国证券委注册发行，或采用“规则 144A”发行。

(5)证券委注册交易虽使公司债券享有较广大的投资者群体(散户及机构投资者皆可承购)，但注册程序较为费时(证券委可能需审查交易)，需编制较详尽的文件，法律费用也可能较高。

(6)如发行案规模适中，预期美国市场需求大多出自 144A 规则界定的合格机构投资者。

(7)纽约证券交易所上市股票的 144A 交易规则有其先决条件，即债券转换价必须超过 10%。这会对债券在美国市场销售构成严重影响，因此选择适合的发行结构(无卖出选择权与有卖出选择权)及条款时，需要留意。

第二，所需工作项目

· 组织工作会议
· 委托主要参予方(律师、会计师、托管人、印刷商等)
· 开始公司调研
· 开始起草招股书
· 招股书传阅供发表意见
· 修正招股书
· 准备路演材料
· 继续起草文件
· 准备销售备忘录
· 路演预习
· 印刷初步招股书
· 内部销售队伍会议
· 以指示性范围及规模进行发行
· 邀请承销团
· 开始路演及一对一会见
· 建立投资者意愿档案
· 继续路演
· 继续建立投资者意愿档案
· 定价及配售
· 签署及收尾

第三，文件清单

(1)提供文件清单。

一般文件	负责机构
①时间表	MU
②工作小组清单	MU
③董事会及委员会决议批准发行	I，IC
④发行人的章程文件	I
发行文件	
⑤邀请电函	MU
⑥定价及分销电函	MU
⑦新闻稿	MU
⑧内部销售备忘录	MU
签署文件	
⑨签署备忘录	UC
⑩认购协议	UC
⑪初步会计师陈述函	A
⑫过程代理委任函	UC
⑬致证券印刷商的指示函(如适用者)	UC
收尾文件	
⑭收尾备忘录	UC
⑮法律顾问致发行人意见	IC
⑯法律顾问致承销商意见	UC
⑰最后会计师陈述函	A
⑱发行人发出无不利变异证明书	A
⑲信托契约	UC
⑳代理商协议	UC
㉑鉴定指示函	UC
㉒交叉收条	UC
其他文件	
公司间文件	I
完结	MU

机构代码：

I——发行公司

MU——主承销商

UC——承销商法律顾问

IC——发行人法律顾问

A——会计师

(2)主要文件概述。

发行说明书(Offering Memorandum):向投资者发行证券的主要促销文件(初步)。

信托契约(Trust Deed):公司与托管人之间的协议,列明托管人的角色以及受委托的条款。代理商协议(Paying and Depository Agreements):公司与代理银行、付款代理商、转让代理商及注册处之间的协议,列出各代理商受委任的条款。认购承销协议(Subscription Agreement):主承销商(代表所有承销商)与公司之间的承销协议,列明各承销商在分销予投资者前向公司购买证券的条款。

会计师陈述函:公司会计师向承销商提供的信函,确实已经审阅包括招股书内的财务文件。

邀请电函:主承销商向副承销商发出的邀请电函,列出发行的条款及条件,以及公司的简介。

(3)发行说明书内容介绍。

部分	负责机构
①封面	MU,UC
②债券简介	MU,UC
③收益用途	I
④发行人及/或担保人资本总额(如适用者)	MU,SPC,A
⑤发行人简介	MU,SPC,UC
⑥担保人简介(如适用者)	MU,SPC,UC
⑦近期发展	I,MU
⑧股份简介	I,IC,MU
⑨股份买卖历史及股息政策	I,MU
⑩税收	IC,UC
⑪认购及销售	MU
⑫转让限制(如适用者)	UC
⑬年报/财务报表	I,A
⑭法定审计师报告	A
⑮一般资料	MU,UC

机构代码:

I——发行公司

MU——主承销商

UC——承销商法律顾问

IC——发行人法律顾问

A —— 会计师

可转换债券发行说明书概述:

发行说明书是可转换公司债券发行的重要法律文件。它与发行B股或H股的招股说明书一样,是向投资者提供公司情况的唯一有法律地位的文件。说明书应该详细介绍公司的财务状况、近年业绩、经营前景、公司的组织章程,以及有关国家和交易市场的基本条例等等。发行说明书的主要作用是详尽地向投资者介绍公司的情况以及投资可转换公司债券时可能承受的风险。所以发行说明书的编写必须要小心进行,绝不应遗漏重要的事项或有误导投资者的内容。稍为不慎,发行公司以及其董事都有可能要承担严重的法律后果。

可转换公司债券发行说明书中有关债权发行条款:

年期:

现在一般发行亚洲公司可转股债券的年期都在5年至10年之间,而最普遍的是7年期的债券。

等级:

由于发行公司的一般财务状况都十分稳定,而且经营前景亦相当理想,大多数的可转换公司债券都以无担保、无抵押方式进行,即属于无担保无抵押债券(Unsuberainated debt)。

利息:

发行公司首次支付有关的利息税以后,继续每半年或一年支付一次。

换股价:

可转换公司债券在转换为股票时,通常都是溢价换股。溢价的高低与每年支付的利息多少有关,公司将来预计的发展以及盈利增长亦直接影响换股的溢价。

强制换股:

在可转换公司债券发行以后,如果公司的股价表现良好,长期处于远超过换股价的水平,发行公司可以引用强制换股的条款令债券投资者转持股票,从而解除将来可能需要清还本金的风险。

强制赎回要求:

相对而言,如果公司的股票价位持续处于换股价以下的低水平,投资者亦可在3年或5年后,要求发行公司以一定的价格赎回已发出的可转换公司债券,使投资者在公司的前景令人失望时,仍能有一较合理的投资回报。

税利改变:

除此以外,一般的可转换公司债券亦有条款以减低公司方面的风险。例如在政府大幅度调高利息税率时,发行公司可选择继续支付较高的利息税或赎回债券。

违约限制:

另外公司方面有防止公司方面违约的限制,例如"消极保证"(Negative Pledge)以防止公司在发行无担保无抵押的可转换公司债券后,在市场上增发

抵押条件更好的债券,从而减弱了公司的财务基础,而使可转换公司债券投资者在所有债权人中处于一个不利的位置。此外亦有防止“交叉违约”(Cross Default)的条款限制公司或与发行公司有亲密关系的企业及法人不能有严重违反其他银行贷款的条款而令整个集团的信用严重受损而影响可转换公司债券的市值。

以上所提到的条款虽然不受交易所的条例监管,但因为已在绝大多数可转换分司债券发行中被发行公司及投资者所接纳,现在已普遍成为发行可转换公司债券的通用条款,如对某些惯用的条款作出重大不利的删改,可能会影响投资者对投资该可转换公司债券的兴趣。

上市地点:

对上市地点的选择,绝大多数的可转换公司债券都申请在伦敦或卢森堡挂牌交易,而不选择在美国上市。主要的原因是投资者都希望能在欧洲交易,而且在美国上市的条例亦极为繁琐,发行费用亦高。最主要的是伦敦和卢森堡对可转换公司债券的监管相对较松,而美国的监管甚严。

适用法律:

为了吸引投资者,可转换公司债券的发行都必会选择以一种国际商业上惯用的法律为基础。因为可转换公司债券通常在欧洲上市的关系,一般的可转换公司债券都采用英国法律为基础。有少数的可转换公司债券发行公司因与美国的关系较密,亦会选择使用美国法律。

五、可转换公司债的流通、转换与承兑

1. 可转换公司债流通的市场组织结构

第一,可转换公司债券流通市场的组织

可转换公司债券一经发行后,就进入了流通市场,流通市场就是指买卖已发行债券的市场。可转换公司债券流通市场一般由证券交易所交易和柜台交易所构成。

(1)证券交易所交易。证券交易所交易通常称为场内交易,它是一种经过证券主管机构批准,专门进行证券集中交易的场所。证券交易所的组织形式为公司制和会员制;公司制交易所是由投资者组织的以盈利为目的的股份有限公司;会员制交易所是以自然人或法人为会员的不以盈利为目的的组织机构。目前,在我国只有上海证券交易所和深圳证券交易所两家,其组织形式均为会员制的非盈利性社会法人,只有交易所会员才能在其市场从事交易活动,投资者只能以委托的方式通过会员参加交易。

从证券交易所交易的结构看,能够在交易所直接买卖可转换公司债券的,只限于交易所的会员。因此,一般人如果需要买卖上市可转换公司债券,须委托具有会员身份的证券公司,由接受委托的证券公司在交易所寻找买主或卖主,促成证券交易。可转换公司债券的交易所交易的结构如下所示:

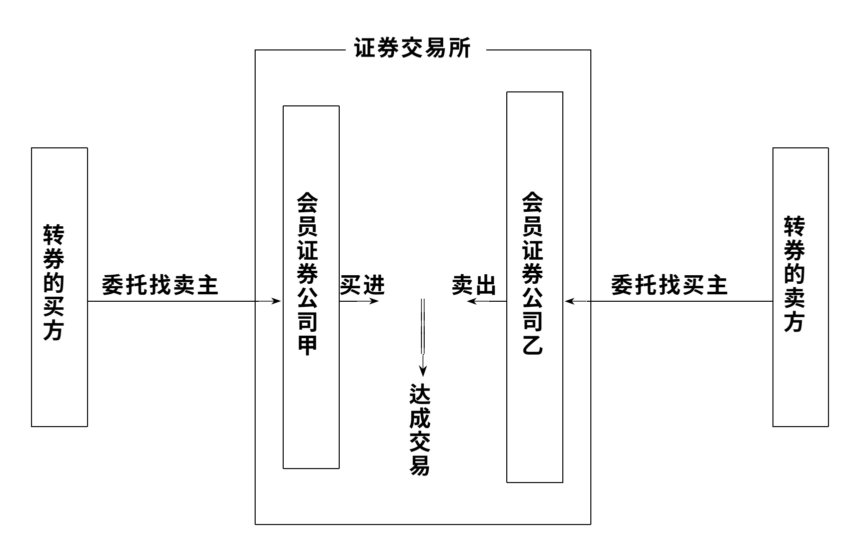


图 6.2.3

证券交易所交易的特点有以下三点:

①是有严密组织和管理规则的交易。证券交易所必须按照有关法令,经政府特许才能成立。证券交易所是一个自律性的管理机构,有严密的组织性,有

明确的责任分工和健全的内部管理制度，并且对上市证券的标准及审批、进场交易的人员、上市交易的证券都有严格的规定。

②是证券买卖完全公开的交易。证券交易所采用公开竞价的方式进行交易。在这种竞买竞卖的过程中，当买卖双方对某一彼此都能接受的价格表示同意时，才拍板成交。证券交易所随时公布股票价格指数，随时提供上市证券的交易情况；同时，证券交易所要求上市公司必须定期真实公布其财务状况和经营成果，便于投资者的证券买卖和投资选择。

③为证券买卖双方提供公正交易。由于证券交易所本身既不持有证券，也不参与证券买卖，更不能决定证券的价格。交易所中的证券买卖价格是根据买卖双方限定的价格范围，通过公开竞价而形成的，交易所只为证券买卖双方成交创造条件，提供服务，并对双方进行监督。

(2)柜台交易。在证券交易所以外的市场所进行的证券交易，叫柜台交易，也称场外交易或店头交易，由证券公司之间或证券公司与顾客之间所形成的买卖中心面对面进行。目前，世界各国债券柜台交易业务量大大发展。在日本，1985 年债券交易额为 2672 兆日元，其中柜台交易额为 2515 兆日元，占了整个债券交易量的 94.1%。

从柜台交易的结构看，柜台交易和交易所交易不同，原则上没有特殊的固定规则，根据买卖当事人自由洽谈来决定买卖条件。可转换公司债券的柜台交易的结构如下图所示：

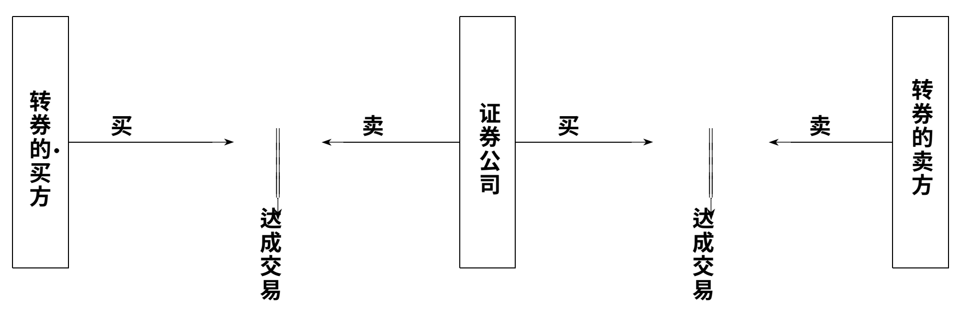


图 6.2.4

柜台交易的特点包括：

主要从柜台交易与交易所交易的不同之处来说明。

①市场场所。证券交易所一般有集中、固定的交易场所，有完善的交易设施和较高的操作效率，并设有中央市场。柜台交易是不固定交易场所，没有中央市场，而由分散在各地的、规模大小不等的证券交易市场构成。

②交易对象。证券交易所交易的证券必须是批准上市的证券，未经批准上市的证券不得在证券交易所上市交易。柜台交易的证券大量的是未在交易所登记上市的证券，未上市交易的原因是多方面的：有因不够上市交易资格而未上市的；有够上市资格而不愿上市，有一些零股买卖只能在场外交易等，少量上市证券也可在柜台交易进行买卖。

③交易价格方式。证券交易所的价格是由买卖双方竞价拍卖方式而形成，柜台交易是由买卖双方协商议定。投资人可直接与证券公司议价买卖，也可以委托经纪人与证券公司议价买卖，即先报价后还价来协商定价。

④交易规则。证券交易所交易有严格的交易规则，手续复杂，证券交易所交易的证券必须有一定数额为一个单位，即最低交易额。柜台交易规则较灵活，手续较简便，从而为证券买卖的双方提供了直接进行交易的便利条件，此外，柜台交易中没有起点限制，零星的小额交易也可成交。

从以上分析中可以看出，股票交易大部分都在证券交易所交易，债券交易大部分在柜台交易，而几乎所有可转换公司债券都在证券交易所上市交易，因为可转换公司债券是转换前属债券，转换后属股票的特殊债券，如转换成功，可转换公司债券都成为股票，它的买卖交易与一般债券以柜台交易为中心的结构不同，而是与股票一样，即在证券交易所进行的交易占大部分，中国第一家发行可转换公司债券的宝安集团，其宝安 A 股可转换公司债券曾在深圳证券交易所上市，于 1995 年 12 月 31 日到期。

第二，可转换公司债券的上市制度

可转换公司债券不是都可以自由上市交易的，

要能够上市交易，世界各国都有一定的审批制度，符合条件和制度要求的上市公司的可转换公司债券才能够上市进行自由买卖。同样，中国也不例外。

（1）可转换公司债券上市的一般条件和要求。可转换公司债券的上市首先需上市公司提出可转换公司债券上市申请，然后，交易所根据上市审查标准审核后，决定其是否可以上市，所以，上市审查标准一般分为对上市公司的审查和对申请上市可转换公司债券的审查。

第一，对市公司的审查。主要是看该公司是否属于证券交易所的上市公司。

第二，对申请上市的可转换公司债券的审查。其中审查标准一般包括：①发行总面额；②该可转换公司债券的公布状况；③可转换公司债券的样式。

（2）可转换公司债券申请上市的程序。可转换公司债券上市买卖，必须有一个申请报批的过程，以确保投资者的利益，申请上市的程序各地不一，但一般来说有以下步骤：

提出书面上市申请，并提交有关文件接受审查：①上市申请书；②上市报告书——说明主要业务状况、财务状况、债券发行和转换状况；③企业登记注册的证明文件；④批准发行债券的文件；⑤债券发行章程；⑥债券实际发行数额的证明；⑦债券过户事项的说明等等。

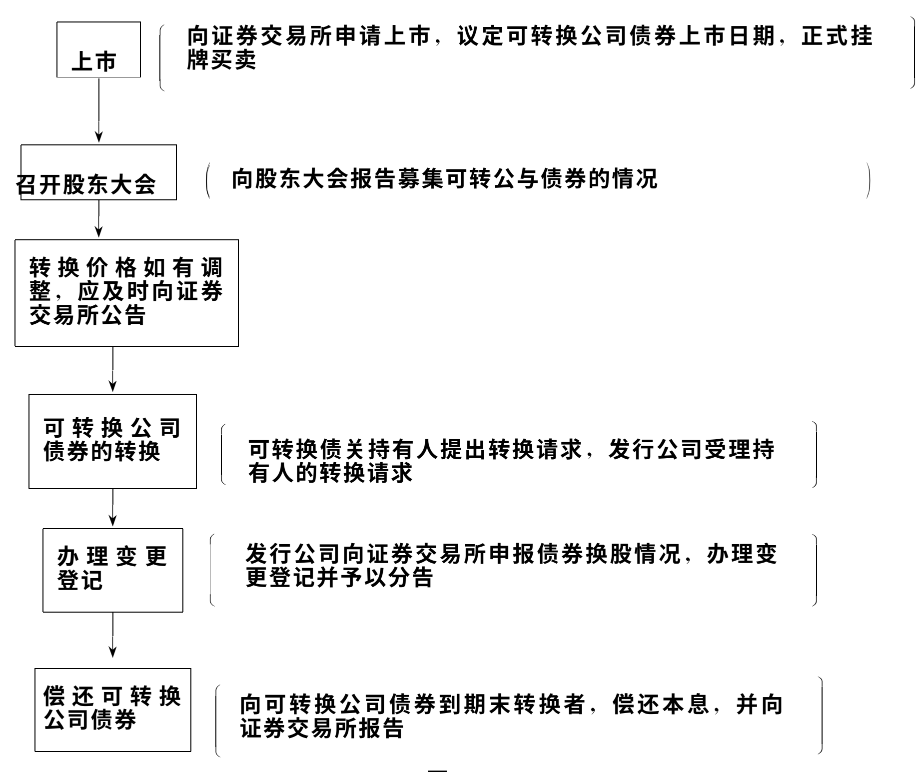


图 6.2.5

证券交易所初审和证券主管机关的核定。

证券交易所收到上述申请及有关文件后，依照规定的上市标准进行审核。对符合上市条件的可转换公司债券，由证券交易所报经证券主管机关核准，如果合格，则通知证券交易所允许上市。

订立上市契约。

证券交易所收到证券主管机关的核准文件后，与上市公司订立契约，要求上市公司向社会公众公布上市报告书，同时定期向交易所报告和向社会公众公布经会计师事务所注册会计师审核的会计报告。

缴纳上市费。

确定上市日期。

挂牌买卖。

（3）可转换公司债券终止上市的标准。可转换公司债券上市不是一劳永逸的，如果上市公司发生了变化，不能达到上市规定的条件，其上市资格就会被取消，证券交易所将停止该可转换公司债券的交易，

这叫停牌。终止上市资格的审查也分为对上市公司的标准和对上市可转换公司债券的标准。

上市公司的标准，主要包括：

上市公司违反可转换公司债券的上市合同；

发行的股票符合终止标准的任何一条规定。

一旦符合终止标准，该上市公司发行的所有可转换公司债券都将随之被取消上市资格。

对于上市可转换公司债券的审查，主要包括：

上市总面额；

转换期已满（含由于中间提前偿还而使得转换请求权失效）；

买卖交易额；

三个月内没有达成买卖等。

一旦符合其中任何一项，该可转换公司债券的上市资格即被取消。

（4）可转换公司债券上市后的流程。

上市　（向证券交易所申请上市，议定可转换公司债券上市日期，正式挂牌买卖。）

召开股东大会　（向股东大会报告募集可转换公司债券的情况。）

转换价格如有调整，应及时向证券交易所公告

可转换公司债券的转换　（可转换债券持有人提出转换请求，发行公司受理持有人的转换请求。）

办理变更登记　（发行公司向证券交易所申报债券换股情况，办理变更登记并予以公告。）

偿还可转换公司债券　（向可转换公司债券到期未转换者，偿还本息，并向证券交易所报告。）

第三，可转换公司债券交易的操作程序

可转换公司债券上市后，便进入流通市场，可转换公司债券的交易程序与股票交易程序是相似的，以下以上海证券交易所为例，其交易程序如下：

（1）办理开户手续。投资者凭本人身份证到证券交易所开立股票帐户，领取股票帐户磁卡和密码。开设股票帐户，能在交易中体现公正、公平、公开原则，并为实现电脑自动交易过户系统和股票无实物交割制度铺平道路。

（2）开立存款帐户。已开立股票帐户的投资者，到上海工商银行的任何网点办理股东存款帐户的开户手续，开户起点金额为100元，存款金额按银行后期存款计息。

（3）办理委托买卖手续。投资者有证券交易所的会员单位柜台提出委托买卖要求，首先需填写“可转换公司债券买卖委托单”，以票面1000元为“1手”，进行整手委托；其次，投资者的股票帐户磁卡和存款帐户存折经柜台业务员确认其是否有效；最后，在确认投资者股票帐户有相应股票或存款帐户有足够资金的前提下，接受买卖委托。

（4）传达委托指令。证券商业务员用电话及电脑与证券商派驻交易所场内交易员进行联系，传达投资者委托买卖的指令。

（5）配对成交。场内交易员接到委托指令后，向电脑传输委托买卖信息，在电脑按“时间优先、价格优先”的原则下配对成交。

（6）通知委托人。委托买卖成交后，场内交易员立即通过电话和电脑将成交信息传递给柜台业务员，然后再由柜台业务员通知委托人。

（7）清算与交割。清算由证券交易所进行，在核对无误的基础上在各证券商的清算帐户上进行划拨，办理交割。证券交易所通过电脑自动在投资者的股票帐户和存款帐户上进行清算交割以及过户。

2．影响可转换公司债券价值的因素

对于投资人来说，可转换公司债券的价值是决定投资者是否购买可转换公司债券、是否出让可转换公司债券、是否转换为股票等投资决策的重要判断指标。

可转换公司债券的价值是由两个部分构成的：债券价值＋转换为股票的买入期权价值。债券价值是为投资者提供的保底价值。转换为股票的期权价值是指公司增长、股票上涨的潜在价值。影响债券价值的因素主要有：债券的期限、票面利率、市场平均利率、赎回条款等。买入期权价值影响因素包括：可转换公司债券的期限、赎回条款、转换溢价、股息收益、股票变动程度等。可见，影响可转换公司债券价值的因素很多，我们主要分析以下七种因素，了解它们是如何影响可转换公司债券价值的。

（1）公司经营业绩。可转换公司债券作为发行公司向社会公众筹集资金的有价证券的凭证，代表了公司获取利润的能力增长潜力，这同股票一样，公司的经营业绩是最本质的影响可转换公司债券价值的因素。

发行可转换公司债券时所制定的转换价格既体现了公司经营业绩，也代表着可转换公司债券的投资价值。通常的转换价格是其股票价格附加5％—50％的溢价水平，溢价水平的高低取决于公司未来增长预期、利润回报和过去的经营业绩，绩优股的可转换公司债券价格的溢价水平可能更高些，效益差的可转换公司债券溢价水平会设计得低些，这样才能符合投资人投资价值的标准，也才能顺利地实现

发行和转换成功。当然,也有极个别的转换价格低于其股票价格的情况,这就通常所说的折价发行。折价发行除出于技术方面的考虑,如为了顺利实现发行、股市行情处于较长期的熊市过程中,也能表明公司的经营成果,尤其可以表明公司未来的经营增长潜力不佳或前景信心不足。

转换价格一般是同股票价格相比较而制定出来的,因此,溢价水平的高低还应当考虑股票价格在整个股票市场中是否真实地、合理地反映了公司的投资价值。在目前国内股票市场上,经常出现股票价格严重背离其公司业绩的情况,包括投资人投资行为偏好所造成的,这种因素可能会影响转换价格过高或过低地制定,因此,投资人在投资决策时要正确地分析溢价水平是否代表了股票价格的中长期趋势,是否包含了投资偏好甚至过度的人为操纵"陷阱",是否反映了公司经营成果和投资价值,从而制定出正确的投资决策。

(2)市场的利率水平。市场平均利率水平是同可转换公司债券的投资价值成反比例关系的,市场利率越高,可转换公司债券的投资价值越低,市场利率越低,则可转换公司债券的投资价值也越高。显然,在资本市场上,市场利率水平提高,对投资人来说,意味着投资可转换公司债券的收益降低了,反之,如果市场利率水平降低,相对来说,可转换公司债券的投资价值就提高了。

(3)票面利率。票面利率是可转换公司债券投资价值中的保底价值指标,从目前国际市场看,票面利率明显低于银行利率,一般是银行利率的1/10至1/2不等,台湾市面上发行的可转换公司债券多在3.5%~6%,在欧美市场的票面利率会更低些,最低只有1%,最高在5%~6%。我国宝安公司的可转换公司债券的票面利率为3%,中纺机(ALPINE发行)为1%,南玻为(境外发行)5.25%。票面利率的高低虽然影响可转换公司债券的投资价值,但投资人更关心可转换公司债券能否有足够的转换为股票时的获利空间,能否顺利地实现转换,因此,票面利率较转换而言更为投资者所关心。当然,当时机不能满足转换条件时,票面利率也是值得欣赏的,它毕竟带来了基本的投资回报。

票面利率的制定与发行要素的其它条款是相关联的,当其它条款更有利于发行人时,可转换公司债券的票面利率也可能适当高些,如果转换价格的溢价水平高,票面利率适当高些应当是合理的,如果回售条件中允诺了较高的收益率,那么,票面利率肯定应适当调低。从这里也可以看到,票面利率的数字大小,并不是可转换公司债券投资价值的重要指标,分析投资价值,需要综合其它因素来判断。

(4)有关的赎回条件、回售条件。可转换公司债券的主要要素中多含有赎回条件、回售条件,这是可转换公司债券能进一步保护投资人利益和发行人利益与信用的发展成就。赎回条件一般更有利于发行人,而回售条件更有利于投资人。赎回条件、回售条件对于可转换公司债券的投资价值具有较大的影响。

赎回条件在最大程度上限制了可转换公司债券的回报率。一般赎回条款规定"当期股票价格连续30天(或者60天)高于转换价格的150%(一般在150%~250%)时,公司要求以一定的价格赎回",依照这规定,投资人在享受股票价格长期且大幅上扬时,只获得了有限的增长利润。实际上从国际市场看,一旦出现上述股票价格的条件,投资人已经获得了50%以上的回报,投资人更愿意转换为股票。就我国市场看,股票价格上涨超过转换价格有50%以上的回报率也是一个令投资者欣喜的获利良机,但对于我国市场波动性大的特点而言,可能还不足以满足投资者的"大赚一笔"的期望。实际上,赎回条件已成为"软赎回条款",是发行人最低限度转移到期承兑风险的加速转换条款了。其前述的表面含义是不足为训的。

回售条件对可转换公司债券投资价值至关重要,回售条件通常许诺当公司的股票价格跌至何种程度,可转换公司债券已经"生长"了多少年尚无转换的机会,或公司出现不利于现有持券人利益的举措,等等,公司有义务按高于票面利息率的利率赎回可转换公司债券。回售条件一旦发生,投资人的利益能得到更好的保护,其收益率远高于票面利率,有的高达10%。回售条款的出现大大提高了可转换公司债券已有的魅力,成为投资者竞相购买的重要指标。当然,投资人对回售条款所付出的代价获得的票面利率更低,即在转换之前或回售条件出现之前,所得到的收益更低。

(5)期限。可转换公司债券一般都是中长期债券,期限在5年以上,7年和10年不等,最长可达20年。美国USX公司曾发行20年期票面利率为5.75%的可转换公司债券,成为可转换公司债券史上最长的可转换公司债券。我国的宝安可转换公司债券只有3年期限。期限越长,可转换公司债券票面利率越高,期限越短,其票面利率也越低。可转换公

司债券的期限越长,获得转换的机会以及股票增长的机会就越大,投资的价值也就越大。期限越短,尤其是在长期熊市过程中,也就难以找到转换升值的适当机会。可转换公司债券的转换机会应当发生在较短的时间内,比如在三年之内,就可以转换获利,长时间内不能达到转换目的的可转换公司债券,由于长时间只分享很低的利息率,即使转换了,其平均回报率也因时间而摊薄了。期限是可转换公司债券投资价值的一项指标,其重要性也没有市场利率和公司的经营业绩等那么直接影响投资价值所有的重要性。

(6)股票的波动性。可转换公司债券所对应的股票的波动性是提高可转换公司债券投资价值的一个决定性因素。价格波动大,其股票价格同转换价格就会存在一个较大差别,也就是说,转换的投资价值较大,而且,波动性大,转换的机会就多,从而增加了可转换公司债券的投资价值。显然,股票的波动性是与整个股票市场相关的,通常使用贝塔系数(β系数)来衡量。β系数是某种股票与股票市场的其它股票相关性的协方差。把标准普尔公司500种股票指数的β系数定义为1,β系数高于1的股票其市场波动性要比市场的大,而β系数小于1的股票的波动性要比市场的小。

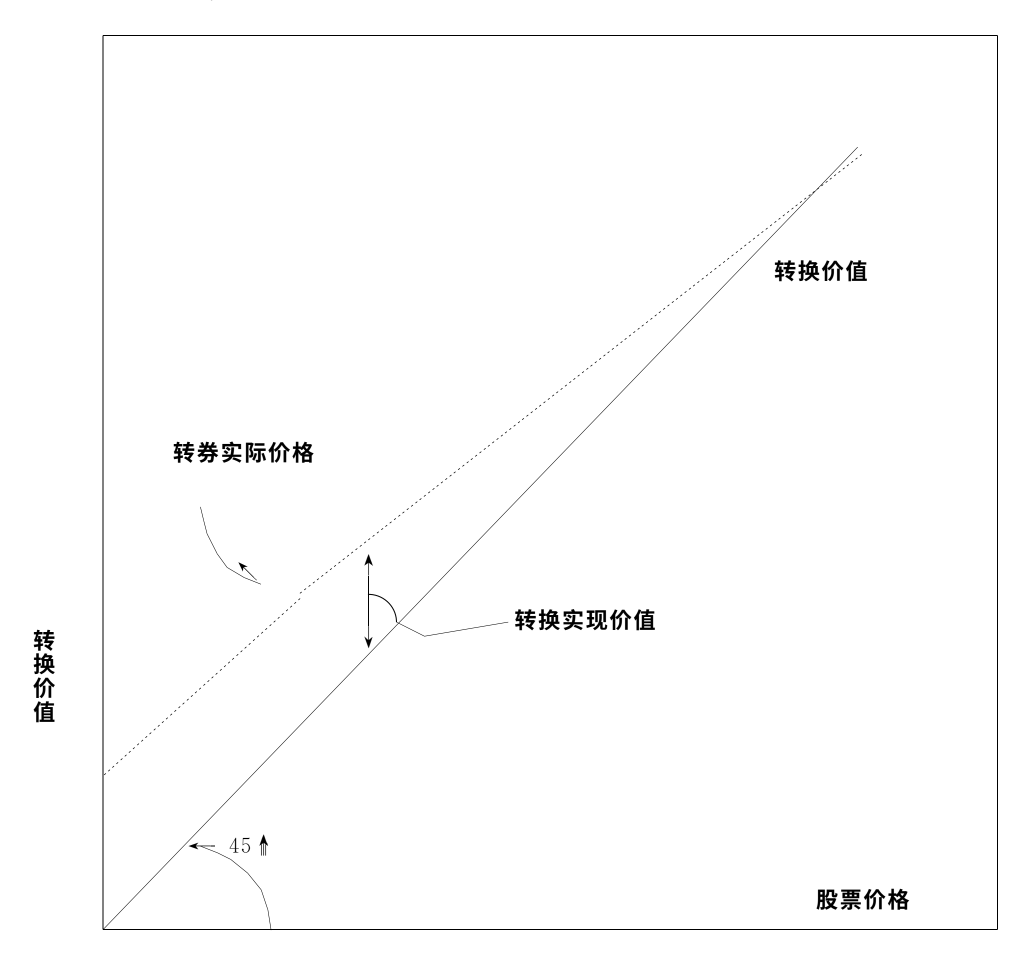


图 6.2.6　转券价值图示

(7)发行时机。发行时机中已经包含了可转换公司债券的投资价值,在熊市过程中,可转换公司债券的投资价值相对高些,这是因为在制定转换价格时,总是依照其股票的现行价格,熊市中股票价格相对处于较低的状态,那么赋予未来价格上涨的空间就可大些,购买可转换公司债券、套期获利的机会就多。反之,市场处于牛市过程中,转换价格可较之熊市要高些,从而更多地体现了可转换公司债券的投

资价值,其转换成股票的获取利益的机会就相对小些。但是,发行时机的选择也是一项综合因素,发行时机、市场利率水平、行情处于牛或熊市趋势、发行的难易等都是密切相关的,有利于可转换公司债券投资价值的因素,可能对冲了可转换公司债券的其它优势。我们说,在熊市过程中,可能是市场利率居高不下的时期,也可能造成发行困难,发行成本加大,但这时的投资价值更丰厚些。当然,牛市过程是会出相反的情形。

通过以上的表述,可以这样说,影响可转换公司债券的投资价值的因素很多。而且因素之间是相互影响的,可转换公司债券的投资价值最终是投资人和发行人利益通过市场状态相互制约和妥协的结果,这个结果会使投资人满意的。

第二,可转换公司债券价值一般特征

(1)可转换公司债券价值图示。

我们把股票的市场价格×转换比率称之为转换价值。即依照市场上股票的价格进行可转换公司债券所能得到的价值。图6.2.6表达了在不同股票价格水平上的可转换公司债券价格表现以及可转换公司债券的价值。图中45度的对角线表示股票在不同价格上应具有的转换价值。

转换价值用公式表示为:

VC=RC×PS

其中,VC为转换价值,RC为转换比率,是定数,PS为股票价格,那么,转换价值与股票价格成正比。虚线表示可转换公司债券的实际价格走势,可以看出:

①股票价格与可转换公司债券价格的走势一致,但股票价格低,可转换公司债券价格也低;股票价格上升,可转换公司债券价格也在上升。

②当股票价格处于较低行情时,可转换公司债券的价格增长幅度明显大于转换价值的增长幅度。但达到一定程度时,两者价格差别达到最大,以后随着股票价格的继续增长,差别越来越小,直到差别为0。

③转换价值线与可转换公司债券价格线之间的垂直距离为转换价值。

当股票价格处于较低行情时,可转换公司债券所具有的转换价值增长幅度很大,随着可转换公司债券价格达到最大值时,可转换公司债券转换所取得的价值也达到极大,其后,可转换公司债券价格的增高,转换价值的增加,股票价格的增长,可转换公司债券转换所取得的价值最终趋近于0。

(2)可转换公司债券的基本特征。可转换公司债券可以在某种程度上看成是债券和股票的混合产品,其价值取决于债务和股权的两种成分的影响,我们用图来表示可转换公司债券的价值行为。坐标的横轴表示股票的价值,纵轴表示转换价值。45度直线ODS表示可转换公司债券的转换价值,即股票价格×转换比率。

ADS直线是可转换公司债券的作为债券的价值,它是常量。

CV代表了可转换公司债券的价值。从理论上看,可转换公司债券包含可以转换为股票的权利,其价值应等于或大于债券价值和转换价值的较大的一个。

图中CV部分等于或大于AD部分,此时,债券价值大于转换价值。图右上部分,CV等于或大于DS,这时的转换价值超过债券价值。

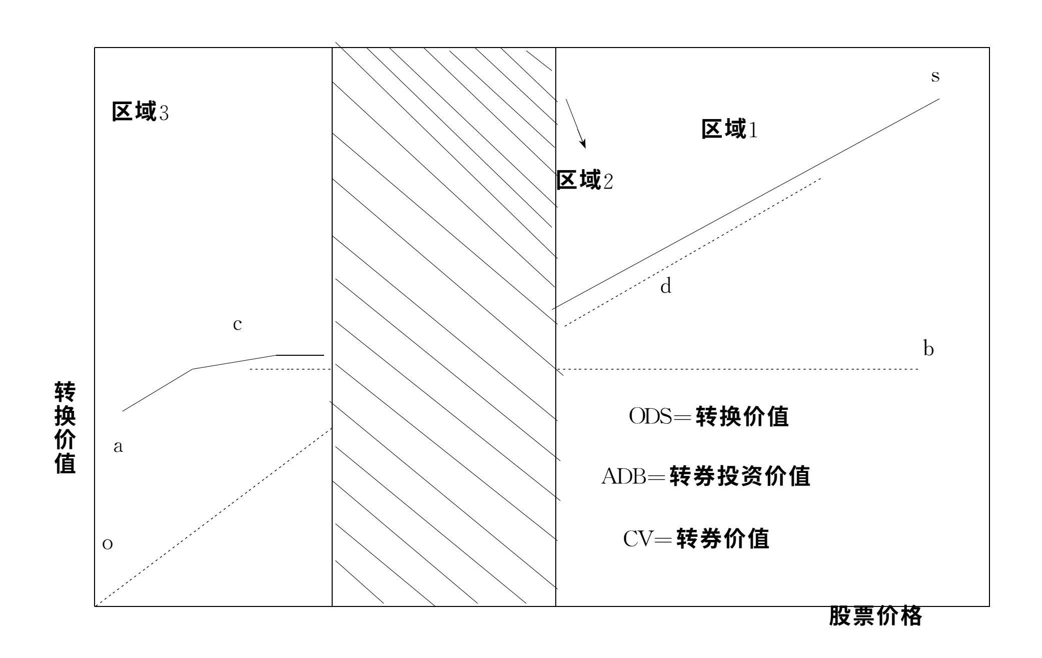
CV与0DS的垂直距离称之为转换价值的剩余利益,定义为:

剩余利益=(可转换公司债券价值÷转换价值-1)×100

根据剩余利益的大小,可以把上图划分为三个区域,每个区域代表着不同的可转换公司债券价值的性质。

低剩余收益区(区域1):该区剩余收益较低,股票价格相对较高,可转换公司债券价值的变化几乎同转换价值的变化一致。由于债券价值已小于可转换公司债券价值和转换价值,债券的利率对可转换公司债券价值影响很小。

中等程度收益区(区域2):是一种过度或混合的情形。尽管转换价值仍是主要因素,但可转换公司债券价值也受到利率变化的影响。该区有利于可转换公司债券的发行,这是因为股票价格处于相对较低的时期,又有较大的上升空间。



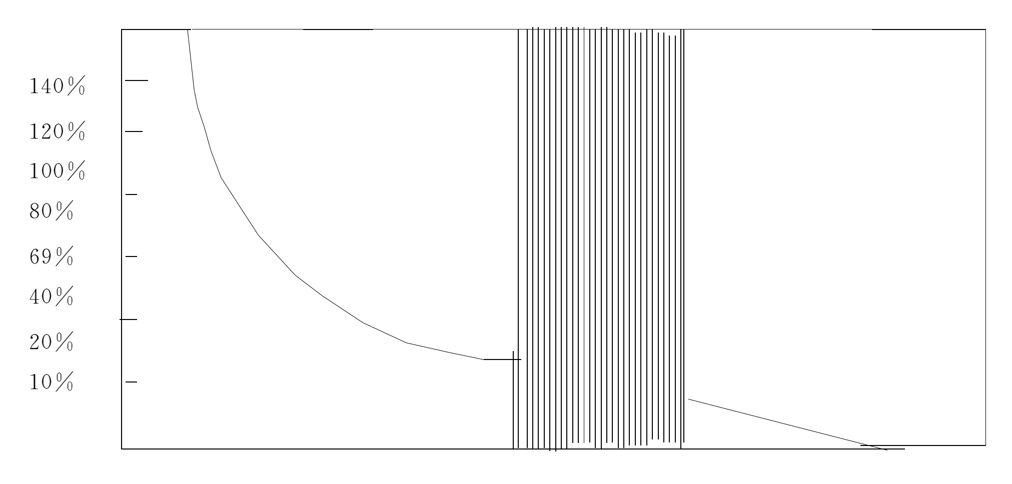


图 6.2.7　债券转换价值的实现

高收益区(区域 3):股票价格最低的时期,可转换公司债券的价值行为同非转换的债券相似。如果发行者的借贷风险不变,则可转换公司债券同股票价格变动的敏感程度将会很低。另一方面,如果拖欠风险提高,那么,其普通股价格、债券价值、可转换公司债券三者成密切相关的关系。

第三,可转换公司债券的最小价值原理

(1)直接价值。如果投资人购买了公司的可转换公司债券,如果按可转换公司债券的票面收益率计算未来期限内的现金流入量的市场利率贴现值,我们称之为可转换公司债券的直接价值。计算可转换公司债券的直接价值通常是以本公司发行的公司债

券的价值,或者是以相似经营业绩、资信等级的公司的公司债券的价值作参考的。

确定直接价值,首先要确定相同经营业绩、相同资信等级的公司债券的收益率,如果没有可比较的公司债券率,也可以用市场平均利率来计算。然后将可转换公司债券的未来现金净流入量按该收益率贴现求得。假如通宝公司发行的五年期、票面利率为6%的可转换公司债券的可比的预期收益率为14%,那么其直接价值就是:

6×(P/A,14%,5)+100×(P/S,14%,5)

=6×3.4331+100×0.5194=72.53

市场的利率变化影响可转换公司债券的价值是很明显的,如果上述的市场预期的收益率下降为10%时,其直接价值为84.89元,同转换价值83.25元比较,这时的投资人更愿意以直接价值进行交易。

转换价值很容易理解,其意义就是以当前股票价格转换时所能得到的价值。如果通宝公司的转换比率为12.5,市场价格为6.5元,则转换价值应为83.25元。

(2)投资人总是以转换价值和直接价值二者较大的一个价值进行投资和交易(最小价值原理)。

显然,投资者总是以转换价值和直接价值两者较高的一个为交易标准,我们把这个原理称之为可转换公司债券的最小价值原理。如果市场上的转换价值高于直接价值,那么投资人一定会以转换价值进行交易,不会放弃较高的利益回报而以直接价值反映的债券价格进行交易;如果转换价值低于直接价值,投资人会以直接价值进行交易。当转换价值高于直接价值时,转换价值就是投资人所依照的投资价值,反之,直接价值就是可转换公司债券的投资价值。假如不是以这种理论来进行交易的话,如果转换价值大于直接价值,如果有人仍以直接价值出让可转换公司债券,一定有人十分乐意购买、转换并卖出套利,股票供应增加,自然会降低股票的市场价格,从而使转换价值和直接价值趋于一致。

同时,这种价值的趋向一致性使得决定转换价值的股票价格和表现直接价值的市场可转换公司债券价格会产生明显的联动特征。两个价格的波动和及其价差总是依照最小价值原理的内在机制运行的。

(3)最小价值原理的应用可转换公司债券的收益与风险小:同股票相比。

我们举例说明可转换公司债券同股票相比收益和风险的特征。假设某股份有限公司发行可转换公司债券时的股票价格为7.5元,而转换价格为8元,面值100元等值发行,直接价格为72.53元。经过一段时期后,如果出现两种极端情况:

①股票价格增长到15元,股票购买者的回报率达到100%,可转换公司债券投资者通过转换的价值为187.5元。因为

max转换价值为187.5元,直接价值为72.53元=187.5购买成本以100元计算,则可转换公司债券的收益率为87.5%。

②假定股票价格经过一个时期后,下降到2.5元,即下降幅度为2/3,这时股票投资者净损失为75%。而可转换公司债券投资者的可转换公司债券价值为:

max{转换价值为31.25,直接价值为72.53}=72.53

这时,可转换公司债券投资人的净损失为27.47%。

事实上,当可转换公司债券价值跌至72.53元时,股票价值可能还会贬值,但可转换公司债券的市场价格会稳定在72.53元的价位上,投资人的损失只在27.47%的程度上止住了。实际上,可转换公司债券的流通交易价格由于发行时的溢价影响,这种最大程度的损失很难发生。

上述情况是在可转换公司债券发行时投资者进行投资所取得的收益和风险的情况。在流通市场上,如果投资者购买了已经上涨了的可转换公司债券,即不是面值100元,也许可转换公司债券价格是105元,那么上述特征是否依然如故呢?转换价格同当时股票时价相比,会产生一个溢价。可转换公司债券流通后,市场上的可转换公司债券价格会伴随着可转换公司债券的上市交易和股票价格的上涨也会增长,股票价格的下跌而下跌,这时,作为一个新的可转换公司债券购买者,此时的可转换公司债券价格波动与股价波动存在着溢价的约束制衡机制。可转换公司债券价格同股票价格存在密切相关关系。因此,不论是发行时或是流通中的可转换公司债券的上述表现特征是一致的。

第四,可转换公司债券的投资特征

随着股票价格的变动,使得可转换公司债券的投资特征偏向债权方向抑或是偏向股权方向,这是因为可转换公司债券所具有的债券和股票的混合特征来决定的。

当股票价格走低时,直接价值大大超过转换价值时,投资人更愿意把可转换公司债券视为纯粹的

债券，并依照债券的属性进行流通交易。当股票价格上扬转换价值大大高于直接价值时，投资人会主动地将可转换公司债券兑换成股票，按照股票的特征来实现股价带来的上涨收益。当然，当股价处于二者之间的话，投资者是选择持有可转换公司债券静等转换时机或是出让可转换公司债券等投资方式，这就由投资者的综合判断和投资偏好决定的了。

投资人为什么愿意付出较高价格（通常是溢价）购买可转换公司债券，原因主要有三个方面：

（1）如果公司的股票没有股息分配时，可转换公司债券还有一个固定的利率收入，对投资人有利。为了清楚地理解有关概念，我们举例说明：假定某公司在发行时制定如下的发行要素：

发行价格：100%

转换比率：12.5

转换价格：8.0 元

发行时的股票价格：7.5 元

这时，发行时的转换溢价为

8.0－7.5＝0.5（元）

溢价比率为 0.5÷7.5＝7%

而在市场上，由于可转换公司债券同股票价格的市场联动特征，在购买可转换公司债券时，需要付出一定的成本，如果不考虑交易的佣金费用，投资人愿意支付购买可转换公司债券的总成本我们定义为可转换公司债券的市场价格。即市场可转换公司债券价格与转换比率的比值称之为市场转换价格。如果说某公司的可转换公司债券市价为 105 元，其转换比率为 12.5 则市场转换价格为

105÷12.5＝8.4（元）

市场转换溢价＝市场转换价格－股票现时价格

市场转换溢价通常以比率形式表示，即市场转换溢价比

＝市场转换溢价÷股票市场价格

根据上述数据，市场转换价格为 8.04 元，此时，市场转换溢价为 8.04－7.5＝0.54 元，市场转换溢价比为 7.2%。

这样的溢价水平在票面利率 5%－6%上只要一年多的时间即可收回。如果溢价水平高达 15%－20%，按上述的票面利率，需要大致三年时间收回溢价。

溢价收回期是我们通常分析的重要指标。投资人支付了比股票时价更高的价格购买了可转换公司债券，那么，只有投资者能抵消溢价支出，对投资人才会有利。其直接原因是，对投资者来说，购买可转换公司债券所得到的直接利益是票面利率，票面利率比股票的红利更具有吸引力和具有投资价值。溢价收回期是个有用的指标（Premium Payback period）（也称为盈亏平衡期），用来衡量投资人支付溢价的成本大小，不考虑资金的时间价值，其计算公式为：

溢价收回期＝市场转换溢价÷收益差

收益差是指购买可转换公司债券同购买股票在利息上的差别，收益差＝[票面利息－（转换比率×每股股息）]÷转换比率

根据前述的例子，如果股息为每股 0.3 元，则

转换比率×每股股息＝12.5×0.3＝3.75

票面利息＝100×6%＝6（元）

收益差＝（6－3.75）÷12.5＝0.18（元）

溢价收回期＝0.54÷0.18＝3（年）

显然，溢价成本需要在三年内由于票面利率支付收回。纯粹从分红角度考虑的话，投资股票的市盈率远远高于溢价收回期 3 年的，当有的公司的市盈率为 20 倍以上甚至更高，其股票的长期投资价值就很小了，相比较而言，投资可转换公司债券就有意义了。

（2）可转换公司债券具有抗跌风险的属性是很有吸引力的。当股票价格上扬时，可转换公司债券价格也会上升。但股价下跌时却有下限。通过上述可转换公司债券的最小价值原理的分析可以知道，随着股票价格的下跌，其可转换公司债券价格也在下跌，但可转换公司债券价格不会跌至直接价值以下。实际上，直接价值成为可转换公司债券价格的保底价格。只要市场的平均利息率不变，投资人投资可转换公司债券可以清楚地知道在下跌风险中所购买或持有可转换公司债券的损失大小。如果股票价格下跌，可转换公司债券的价格也在下跌，先根据股票时价计算出可转换公司债券的转换价值，然后同可转换公司债券时价、直接价值进行比较，就可以得知可转换公司债券投资的风险大小。这个保底的可转换公司债券价值就是投资人购买可转换公司债券的成本。另一方面来说，从买入期权的角度考虑，所支付的溢价风险被控制在这个投资人购买公司股票期权的价格，购买者的未来风险被控制在这个期权价格上，因此，投资人之所以愿意支付溢价来购买可转换公司债券，这是购买风险被控制在一定数量上的代价。上例中的下跌下限为 27.5%（计算见后）。

（3）发行可转换公司债券公司所对应的股票总是波动性大的股票。波动性越大，其溢价比率也越

大。由于股价波动性大,说明估计上涨的机会也越大,可转换公司债券的价值也就会提高。

当然,从投资者的角度来看,购买溢价的可转换公司债券可能还有看好公司未来业绩增长、股市行情看涨等其它综合和本质的因素。

第五,可转换公司债券投资的风险评述

我们通过本节的上述讨论,可以大致看到投资可转换公司债券在获得收益的同时是存在风险的,而且风险因素很多,这些风险因素已经在讨论收益的过程中涉及到了,这里不再赘述。我们在以下主要说明风险的下限、赎回条件和收购风险对投资的影响。

(1)可转换公司债券的风险下限。投资者经常使用直接价值作为衡量可转换公司债券风险的下限标准,这是由如前所述的可转换公司债券的市场价格不会跌破直接价值的。所以我们用"跌价风险"来计算可转换公司债券的最大风险:

跌价风险=(1-直接价值)÷可转换公司债券市价

如果直接价值为72.5元,以现行时价等于面值100元,即

跌价风险=(1-72.5)÷100=27.5%

这就是说,股票价格下跌时,可转换公司债券价格下跌的最大幅度为27.5%。不同时期购买的可转换公司债券价格是不同的,见下表:

表 6.2.8

可转换公司债券价格	100	105	110	95	80	72.5
跌价风险	27.5%	31%	34%	23.7%	9.4%	0

可见,直接价值是可转换公司债券市场价格的最低价格,当可转换公司债券等于直接价值时,其投资风险为0,价格越高,风险就越大。如以105元的价格购买可转换公司债券,显然比95元购买可转换公司债券的风险要大很多。

值得注意的是,直接价值风险程度是随着市场利率的变化而变化的。如果利率提高,直接价值就降低,可转换公司债券的同等价格其风险程度就会提高。反过来,如果利率降低,直接价值提高,可转换公司债券的同等价格其风险程度就会降低。我们仍用前面的例子,当市场利率从14%降低到10%时,其直接价值也从72.52元提高到84.89元,同样的105元的可转换公司债券市场价格其直接价值风险程度也从45%降低到12%。

(2)赎回风险。赎回条件生效时,投资人可能得到的利益将会蒙受损失。赎回条件的不同,投资人的风险也不同。

①赎回时间,发行后第一次赎回,以及两次赎回之间的时间长短,决定了风险程度大小。有的公司规定发行后即可赎回,这种明显不利于投资的赎回条件一般规定的赎回价格要远高于可转换公司债券的市场价格。即使这样,也限制了投资人潜在利益。举例美国GENERAL SIGNAL公司1992年发行的可转换公司债券的赎回情况:

发行日期:1992年6月1日

到期日:2002年6月1日

票面利率:5.75%

不赎回时间:1995年6月1日之前

赎回价格:

1995年6月1日	103.59
1996年6月1日	102.88
1997年6月1日	102.16
1998年6月1日	101.44
1999年6月1日	100.72
2000年6月1日	100.00
2001年6月1日	100.00

可以看到,不赎回时间越长越有利于投资人。该公司不赎回时间为发行后三年,发行者希望在这三年中投资者的可转换公司债券能够顺利转换为股票。作为十年期的可转换公司债券,三年的不赎回时间基本上是合理的。如果在第一次赎回时间赎回,发行时以面值等额发行,那么,投资人收回103.59元,收益率为3.5%,若加上两年的票面利率,三年平均不过是3.95%。而当时在1993年10月7日的市场可转换公司债券价格已经为106.5元,投资人的利益损失是明显的。从1995年开始,以后每年赎回一次,而且每次的赎回价格低于前一次,最后是以面值赎回,这些条件足以说明赎回条件对投资者的不利。

②特定情况下的赎回，主要是在股票持续上涨超过转换价格一定幅度时，发行人以较低的价格赎回可转换公司债券。发行人为提高公司净资产和降低负债比率，当达到赎回条件特定情况时（股票价格达到一定程度），加速投资人转换，以避免未来股票下跌造成还本付息的压力。如前所述的中纺机发行的1993——1998年五年期可转换公司债券规定：

当股票价格上涨超过150%并持续30天，1994年12月31日赎回日的价格为104%，以后每年减一个百分点。

这种情况出现时，大多投资者也是愿意转换的，此时的利益相当可观，投资者至少获得40%以上的回报，因此这种特定情形下的赎回条件对投资人的风险并不大。

（3）收购风险。收购风险包含两种情况，其一，如果发行公司被其它公司收购，我国规定只要达到30%，收购者即开始发出收购要约，可转换公司债券的发行公司股票停牌，如果收购成功，股票不再上市流通。即使收购的价格足以令可转换公司债券持有人获得高收益，如果在法律规定上在收购情况下可转换公司债券转换受阻的话，那么可转换公司债券投资人的利益无法得到应有的保障。其二，发行公司的管理层通过发行可转换公司债券杠杆收购发行公司的，那么该公司的股票不会被投资者看好的，可转换公司债券投资的风险就很大。这种情况是西方国家出现的情况。

（4）可转换公司债券本身所固有的风险。不论任何投资决策都是有代价的，“没有免费的午餐”对投资人的可转换公司债券投资理念也是适用的。在投标上涨的强劲期，购买可转换公司债券的利益没有购买股票大，没有充分分享公司股票的上涨行情，由于事先支付了溢价的成本。在风险规避方面，如果在相当高的价格上购买可转换公司债券，原有抗跌的风险下限将没有意义了。如果以150元的价格购买可转换公司债券，虽然低价为72.5元，可能的损失将达到77.5元，损失率为51%。同时利率上涨，则风险扩大。此外，投资人所承担的溢价、票面利率低于市场利率都是不利的方面。

对机构投资人来说，许多可转换公司债券发行量小，使其成交量小，流通性差，影响机构投资人参与的深度。

第六，投资可转换公司债券的几点忠告

除非你认为发行公司前景很有希望，否则不要购买可转换公司债券。

可转换公司债券溢价比不可超过20%，否则，不要购买可转换公司债券。

可转换公司债券的收益应高于股票3%，否则，不要购买可转换公司债券。

购买可转换公司债券价格偏低（在面值或直接价值附近）的可转换公司债券，能够在股票价格低迷无法转换的情况下最终可以面值兑付。

3. 可转换公司债券的承兑

大多数公司债券的发行人都给投资人两个承诺：第一承诺是在规定的日期支付一定的利息；第二承诺是到期偿还本金。但是可转换公司债券的发行人给投资人三个承诺，除了上述两个承诺外，还承诺允许投资人将可转换公司债券按照事先规定的转换价格，在一定期限内转换成固定数量的普通股。所以可转换公司债券可以称为“混合”证券，即既具有债券性质，又具有股票性质。购买了可转换公司债券后，投资人可以有以下几种做法：

（1）持有可转换公司债券直至到期日偿还本金；

（2）将购买的可转换公司债券在市场上出售；

（3）将可转换公司债券转换成普通股；

（4）将转换成的普通股在市场上出售。

相对于投资人购买可转换公司债券的4种做法，发行人对于可转换公司债券的承兑一般有4种方式：即到期偿还；提前偿还；赎回条件下偿还和回售条件下偿还。

第一，到期偿还

所谓到期偿还，就是按照可转换公司债券发行时约定的偿还期限，到债券期满时，将应付偿还的金额一次全部偿还完毕。可转换公司债券到期偿还，即意味着转换失败。宝安A股可转换公司债券期限3年，至兑付前只转换了69.16万股，占总数比例的2.7%，虽然可转换公司债券利率较低，宝安A股可转换公司债券票面利率为3%，但可转换公司债卷在转换成股票之前是一种债务，而不是一种股权，所以宝安集团在兑付时颇感拮据。

第二，提前偿还

所谓提前偿还，即在债券到期之前便开始分次偿还发行额，到债券期满时已全部偿还完毕，可转换公司债券提前偿还，也意味着转换的失败。发行者为了分散到期偿还债务负担，在到期偿还之前按一定时间和一定比例分次偿还，或也可以自由确定时间分一次或几次来偿还。发行人可以委托证券公司从证券持有者手中，以双方都认为合适的价格将债券再买回来，从而解除双方债权债务关系，并可提高债

券的流通性，当然，发行人应积极买进部分债券，并尽可能减少损害债券持有者的利益。

第三，赎回条件下偿还

发行人通常在以下两种情况下才行使期前赎回权：一是在可转换公司债券发行一定时期后，当市场正股价格大幅上涨到事先限定的一定高度（国外一般是在达到换股溢价的130%～140%）时，且在这警戒水平之上维持一定时期（国外一般设定为20～30天），发行人可行使该权力，目的在于迫使债权人提前将可转换公司债券转成公司股票，从而以增加公司股本形式来降低公司的负债，达到调整发行人财务结构的目的，使发行人既可进行新的筹资活动，也避免再因送配股增股行为相应作出转换价格调整而进一步稀释公司股权；二是在可转换公司债券发行一定时期后，市场利率下降至债券票面利率之下一定程度时，发行人为降低利率风险，也可行使该权力，以降低公司巨大财务费用。从以上两种情况可看出，赎回情况下的利益绝对偏向于发行人，对投资者而言无利可图。

第四，投资人回售条件下偿还

期前回售条款赋予投资人有机会将可转换公司债券在到期前的某一指定时期内退售给发行人，发行人则须以一定的溢价（往往高于原券息）还本付息给投资人。如果适逢股市低迷或发行人股票持续走软，特别是正股价跌至转换价格之下时，因投资人集中行使回售权，会对发行人构成较大的财务威胁和经营压力。期前回售条款是随着市场的不断发展而推出的更有利于投资人的保护权力。相对于发行人具有的赎回条款，含有期前回售条款的可转换公司债券因使投资人得到了一份额外保护，所以，发行人所定可转换公司债券票面利率往往要低于不含回售条款的可转换公司债券利率和规定更高的转换价格。